

**Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví
Katedra měnové teorie a politiky
Studijní obor bankovníctví a pojišťovnictví**

Diplomová práce

Analýza vybrané investiční příležitosti

Vedoucí práce:

doc. Ing. Jaroslav Brada, Dr.

Autor práce:

Bc. Tomáš Hubáček

Praha 2019

Poděkování

Rád bych poděkoval svému vedoucímu doc. Ing. Jaroslavovi Bradovi, Dr. za metodické rady a cenné připomínky, které mi pomohly při zpracovávání diplomové práce.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Diplomová práce**

vypracoval samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Vysoká škola ekonomická v Praze má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Praze dne 9. ledna 2019

Abstrakt

Hlavním cílem této práce je analýza investiční příležitosti, která spočívá v nákupu 100% podílu na základním kapitálu zemědělské společnosti MORAVAN, a.s. V první části této práce bylo pojednáno o makroekonomických faktorech v České republice. Druhá část této práce se soustředila na specifika zemědělského odvětví, ve kterém působí analyzovaná společnost. Ve stěžejní části práce byla popsána samotná analýza společnosti.

V rámci analýzy investiční příležitosti byla provedena strategická analýza a finanční analýza společnosti. Dále byly skrze generátory hodnoty podrobně prozkoumány základní podnikové veličiny, jež tvoří hodnotu Společnosti. Práce obsahuje také finanční plán, který poskytuje komplexní pohled na finanční situaci Společnosti od roku 2018 do 2022.

S ohledem na informace vyplývající z výše zmíněných kapitol bylo pro účely analýzy investiční příležitosti vypracováno ocenění Společnosti. Ocenění bylo provedeno pomocí dvou metod, a to diskontovaných peněžních toků a odvětvových násobků.

Klíčová slova

Analýza investiční příležitosti, DFC, finanční plán

Abstract

The main aim of this thesis is to analyze the investment opportunity in buying a 100% stake in the basic capital of the agricultural company MORAVAN, a.s. In the first part of this thesis we discussed the macroeconomic factors in the Czech Republic. The second part of this thesis is focused on the specifics of the agricultural sector in which the analyzed company operates. The core part of the thesis describes the analysis of the company.

As part of the analysis of the investment opportunity, strategic analysis and financial analysis of the company were carried out. In addition, through the generators of the values, the basic values of the Company, which constitute the value of the Company, are thoroughly researched. The work also contains a financial plan that provides a comprehensive view of the financial situation of the Company from 2018 to 2022.

Based on the information resulting from the chapters mentioned above, the Company's valuation was prepared for the purpose of analyzing the investment opportunity. The valuation was made using two methods, namely discounted cash flows and industry multiples.

Keywords

Investment opportunity analysis, DFC, financial plan

Obsah

Seznam obrázků	7
Seznam tabulek	8
1 Úvod	10
1.1 Vymezení pojmů.....	12
2 Cíl práce	13
3 Makroekonomické faktory v ČR	14
4 Charakteristika odvětví	16
4.1 Obecné informace o zemědělství.....	16
4.2 Dotace	17
4.3 Analýza ceny orné půdy	18
4.4 Půda ve vlastnictví vs. v pronájmu	20
4.5 Dělená doprava v zemědělství.....	21
5 Předmět analýzy vybrané investiční příležitosti	22
6 Strategická analýza	24
6.1 Analýza vnitřního prostředí	25
6.1.1 Konkurence na trhu	25
6.1.2 Analýza rostlinné produkce Společnosti MORAVAN, a.s.....	25
6.1.3 Konkurenční síla a SWOT analýza	29
6.2 Analýza vnějšího prostředí	31
6.2.1 Vymezení a analýza relevantního trhu	31
6.2.2 Schopnost predikovat budoucí vývoj hospodaření Společnosti	32
6.2.3 Prognóza tržeb relevantního trhu v ČR.....	32
6.3 Závěrečná prognóza tržeb společnosti Moravan, a.s.	33
7 Finanční analýza	35
7.1 Účetní politika Společnosti	35
7.2 Analýza rozvahy Společnosti	36
7.3 Analýza výkazu zisku a ztráty.....	41

7.4	Analýza poměrových ukazatelů	44
7.5	Souhrnný model finančního zdraví Společnosti.....	45
7.6	Závěry z finanční analýzy.....	47
8	Generátory hodnoty	48
8.1	Tržby.....	48
8.2	Provozní zisková marže.....	50
8.3	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu.....	52
8.4	Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	54
8.5	Financování.....	55
8.6	Vyhodnocení generátorů hodnoty	56
9	Finanční plán	58
9.1	Plánovaná rozvaha.....	59
9.2	Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	62
9.3	Plánovaný výkaz peněžních toků.....	65
9.4	Analýza finančního plánu a jeho vyhodnocení.....	67
10	Ocenění Společnosti	69
10.1	Ocenění metodou DCF entity.....	69
10.1.1	Náklady vlastního kapitálu.....	70
10.1.2	Vážené náklady kapitálu	71
10.1.3	Volné peněžní prostředky do firmy.....	72
10.1.4	Zadlužený koeficient beta.....	72
10.1.5	Pokračující hodnota	73
10.1.6	Popis výpočtu pomocí metody DCF entity.....	74
10.2	Scénáře hodnoty netto	75
10.3	Tržní ocenění s využitím metody odvětvových násobků.....	76
10.4	Závěrečné zhodnocení.....	78
11	Závěr	79
12	Literatura	80
A	Přílohy	83

Seznam obrázků

Obr. 1	Vývoj tržních cen zemědělské půdy od 2004 do 2017 (Kč za m²)	19
Obr. 2	Vyznačení místa hospodaření společnosti MORAVAN, a.s.	23
Obr. 3	Analýza vývoje potencionálu podniku	24
Obr. 4	Osevní plocha dle plodin, Moravan, a.s., 2017	26
Obr. 5	Tržby podle pěstovaných plodin, MORAVAN, a.s., 2017 (v Kč)	27
Obr. 6	Množství obhospodařované půdy MORAVAN, a.s.	28
Obr. 7	SWOT analýza MORAVAN, a.s.	30
Obr. 8	Prognóza provozních výnosů relevantního trhu	32
Obr. 9	Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	57

Seznam tabulek

Tab. 1	Makroekonomická predikce Ministerstva financí ČR	14
Tab. 2	Předpověď Evropské komise	15
Tab. 3	Podpora agrárního sektoru v ČR	18
Tab. 4	Relativní růst cen zemědělské půdy (%)	19
Tab. 5	Vývoj počtu zaměstnanců ve společnosti MORAVAN, a.s.	23
Tab. 6	Výnosnost plodin na jeden hektar	25
Tab. 7	Prodejní ceny zemědělských plodin v odvětví vs. Společnosti	27
Tab. 8	Konkurenční síla Společnosti MORAVAN, a.s.	29
Tab. 9	Produkce zemědělského odvětví v ČR	31
Tab. 10	Vývoj agrárního zahraničního obchodu	31
Tab. 11	Historie tržeb relevantního trhu	32
Tab. 12	Prognóza tržeb relevantního trhu dle lineární regrese	32
Tab. 13	Prognóza tržeb Společnosti	34
Tab. 14	Odpis majetku	36
Tab. 15	Aktiva společnosti MORAVAN, a.s.	36
Tab. 16	Pasiva společnosti MORAVAN, a.s.	39
Tab. 17	Výkaz zisku a ztráty společnosti MORAVAN, a.s.	41
Tab. 18	Poměrové ukazatele společnosti MORAVAN, a.s.	44
Tab. 19	Kralickuv test a jeho vyhodnocení	46
Tab. 20	Historický vývoj tržeb Společnosti	48
Tab. 21	Prognóza tržeb	49
Tab. 22	Prognóza ziskové marže „zdola“	50
Tab. 23	Prognóza provozní ziskové marže „shora“	52

Tab. 24	Doba obratu provozně nutného pracovního kapitálu	53
Tab. 25	Absolutní vyjádření provozně nutného kapitálu	54
Tab. 26	Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	54
Tab. 27	Plánované investice do dlouhodobého majetku	55
Tab. 28	Struktura financování	55
Tab. 29	Provozně nutný investovaný kapitál	56
Tab. 30	Plánovaná rozvaha aktiva	59
Tab. 31	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	62
Tab. 32	Plánovaný výkaz peněžních toků	65
Tab. 33	Analýza finančního plánu	67
Tab. 34	Náklady vlastního kapitálu	70
Tab. 35	Vážené náklady kapitálu	71
Tab. 36	Volné peněžní prostředky do firmy	72
Tab. 37	Zadlužený koeficient beta	72
Tab. 38	Pokračující hodnota druhé fáze	73
Tab. 39	DFC ocenění	74
Tab. 40	Hodnota netto Společnosti-scénáře	75
Tab. 41	Metoda odvětvových multiplikátorů	76
Tab. 42	Násobky z trhu	77
Tab. 43	Výsledná hodnota netto společnosti MORAVAN, a.s.	77
Tab. 44	Zisková marže zdola	83
Tab. 45	Zisková marže shora	83

1 Úvod

Abychom vydělali určité množství peněz, které můžeme použít k investování, musíme do toho mnohdy vložit spoustu času, podnikavosti a energie. Za penězi se tak skrývají naše lidské zdroje, které jsme do nich vložili. V situaci, kdy se rozhodujeme o uskutečnění investice, pak nezvažujeme jen to, jak a kde použijeme své peníze. Rozhodujeme se také, jak naložíme s našim dříve vyvinutým úsilím.

Během investování je dobré mít na paměti, že každá investice se řídí vztahem mezi rizikem, výnosností a likviditou. To například znamená, že při vysokém výnosu je většinou nutné podstoupit i vyšší riziko. Likvidita a výnosnost se ovlivňují nepřímou úměrou - čím nižší likvidita, tím vyšší výnos z dané investice. A také, vyšší likvidita se pojí s nižší výnosností.

Pro investora je důležité zohlednit návratnost jeho investice. Tím, že analyzujeme investiční příležitost, mimo jiné posuzujeme životaschopnost daného podniku. Díky tomuto procesu dochází k efektivní alokaci kapitálu a zvyšujeme pravděpodobnost, že investice bude úspěšná. Zároveň atraktivní společnost dostane peníze na rozvoj, a naopak, společnost co nevykazuje známky dlouhodobého udržení, anebo rychlého růstu, nikoliv.

K učinění dobrého rozhodnutí nám pomáhá analýza investiční příležitosti. Posouzení makroekonomických faktorů, průzkum daného odvětví a analýza samotné společnosti nám poskytne vodítka ke správnému zhodnocení investiční příležitosti. Na základě získaných informací můžeme ocenit analyzovanou společnost. Stanovená hodnota se poté stává klíčovým faktorem pro potenciální investici.

V dnešní době existují sofistikované metody oceňování. Ocenění je v současném světě rozsáhlá disciplína. Této problematice se věnuje i samostatný vědní obor. V dnešní praxi se nejčastěji setkáváme s tím, že znalci oceňují společnosti proto, aby zjistili tržní hodnotu daného aktiva.

Tato práce se zaměří na analýzu společnosti MORAVAN, a.s. Hlavní obchodní činnost této společnosti je rostlinná produkce. Zabývá se pěstováním pšenice, kukuřice a cukrové řepy a jiných plodin. Další činností společnosti je smluvní odchov zvířat a poskytování služeb přidružených k zemědělství. Vzhledem k odvětví, ve kterém společnost působí, je analýza nestandardní. Zemědělství je sektor, ve kterém má velký vliv počasí, úroda, výkupní cena zemědělských komodit a státní, případně unijní dotace. Mimo to se jedná o veřejně neobchodovaný subjekt.

V první části této práce bude pojednáno o makroekonomických faktorech v České republice, které mají vliv na fungování všech společností na našem území. Druhá část této práce se soustředí na specifika zemědělského odvětví, ve kterém působí analyzovaná Společnost. Makroekonomické faktory a faktory specifické pro dané odvětví vytvoří kontext, kterému je nutné porozumět pro efektivní uvažování o analyzované Společnosti. Ve třetí části práce bude popsána samotná analýza společnosti.

Teoretická a praktická stránka této práce je velmi úzce propojená. Autor této práce se domnívá, že prolínání empirických dat a teoretických poznatků poskytne čtenáři tu nejvyšší informační hodnotu a zajistí větší jasnost a pochopení tématu. Z tohoto důvodu se autorovi jeví jako vhodné řešení práci nerozdělovat na teoretickou a praktickou část, jak bývá u diplomových prací běžné.

Tato diplomová práce je opřena o fundamentální analýzu investiční příležitosti zemědělské podniku MORAVAN, a.s. Při tomto procesu se analyzují reálné fundamenty Společnosti, díky kterým bude v závěru práce stanovena tržní hodnota zkoumaného subjektu. Fundamentální analýzu Společnosti je možné rozdělit do tří kategorií, a sice na globální, odvětvovou a firemní.

Globální přístup zkoumá vliv makroekonomických veličin na analyzovanou Společnost. V tomto přístupu hraje důležitou roli inflace, situace na pracovním trhu, vývoj hrubého domácího produktu, vývoz zboží a služeb a vývoj průměrné mzdy. Zmíněné veličiny mají přímý i nepřímý dopad na průběh hospodářského cyklu. A právě ekonomický cyklus ovlivňuje všechny subjekty na daném území, tím pádem i analyzovanou společnost MORAVAN, a.s. V situaci kdy roste ekonomika, je vysoká pravděpodobnost, že se bude dařit i valné většině subjektů na trhu. V globálním přístupu je vhodné makroekonomické faktory nejen popsat, ale propojit s dalšími částmi v této práci.

Odvětvová analýza, jak již z názvu vypovídá, zkoumá různorodé veličiny, jež ovlivňují dané odvětví. V této práci budou popsány faktory, které mají vliv na zemědělství. Jedná se například o cenu půdy, dotace anebo další charakteristické znaky v zemědělství.

Firemní přístup je zaměřen na analýzu vnitřních faktorů u konkrétní společnosti. Tento typ fundamentální analýzy je možné vypracovat pomocí podrobného zkoumání daného podniku. V této práci bude například zkoumána finanční situace podniku, jeho vnitřní prostředí a základní podnikové veličiny, jež tvoří hodnotu Společnosti. Firemní přístup fundamentální analýzy je typický tím, že stanovuje vnitřní hodnotu akcie, což je číselné vyjádření situace, kdy akcie zohledňuje všechny fundamentální vlivy. Vnitřní hodnotu lze stanovit více způsoby, například ziskovými a cash flow modely.

Na začátku fundamentální analýzy je praktické stanovit postup. Existují dvě možnosti, a sice analytik investiční příležitosti může postupovat od globálního pohledu až k firemnímu přístupu, jinými slovy od macro směrem k micro pohledu anebo opačně. Samozřejmě analytik může přístupy kombinovat a přikládat jim různé váhy (REJNUŠ 2010).

Pro stanovení fundamentální hodnoty společnosti MORAVAN, a.s. jsou v práci použity dvě metody. Konkrétně jde o metodu diskontovaných peněžních toků a přístup, jež stanovují hodnotu Společnosti na základě odvětvových násobků.

1.1 Vymezení pojmů

Společnost MORAVAN, a.s.

SZIF státní zemědělský intervenční fond

PGRLF podpůrný a garanční rolnický a zemědělský fond

MORAVAN, a.s. dále také Společnost

b. c. běžné ceny

s. c. stálé ceny

BP bakalářská práce

BPEJ bonitovaná půdně ekologická jednotka

MZ ministerstvo zemědělství

SAPS jednotná platba na plochu

WACC průměrné vážené náklady kapitálu

FCFF volné peněžní toky do firmy

CK cizí kapitál

VK vlastní kapitál

K celkový kapitál

g růst tržeb

r rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

KPVH korigovaný výsledek hospodaření

P/E price/ earnings ratio

R^2 korelační koeficient

První fáze je období od 2018 do 2022

Druhá fáze je vymezena od 2023 a dále

KPVH korigovaný provozní výsledek hospodaření

Tržní hodnota Společnosti je synonymem pro tržní hodnotu vlastního kapitálu

2 Cíl práce

Hlavním cílem této práce je analýza investiční příležitosti, která spočívá v nákupu 100% podílu na základním kapitálu společnosti MORAVAN, a.s.

Prostředkem k zjištění tržní hodnoty Společnosti je její ocenění. Tomu předchází vypracování strategické analýzy, jež se rozděluje na charakteristiku vnitřního a vnějšího prostředí Společnosti. Dále bude vypracována finanční analýza, generátory hodnoty a finanční plán analyzovaného podniku. S ohledem na výsledky výše zmíněných kapitol, autor práce zpracuje ocenění Společnosti pomocí diskontovaných peněžních toků a odvětvových násobků.

3 Makroekonomické faktory v ČR

Tab. 1 Makroekonomická predikce Ministerstva financí ČR

Ukazatel / Rok	Skutečnost				Predikce		Výhled	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
HDP (ve s. c., RI)	-0,5 %	2,7 %	5,3 %	2,6 %	4,1 %	3,3 %	2,6 %	2,4 %
Výdaje domácností na spotřebu (v b. c., RI)	1,4 %	2,4 %	3,8 %	4,2 %	6,3 %	6,0 %	4,6 %	4,0 %
Výdaje vládních institucí na spotřebu (v b. c., RI)	2,7 %	2,8 %	4,0 %	3,9 %	4,5 %	4,9 %	3,0 %	3,0 %
Vývoz zboží a služeb (v b. c., RI)	1,9 %	13,0 %	4,6 %	1,9 %	5,4 %	4,5 %	5,7 %	6,2 %
Průměrná míra inflace (CPI)	1,4 %	0,4 %	0,3 %	0,7 %	2,4 %	2,4 %	2,0 %	1,8 %
Průměrná míra nezaměstnanosti	7,0 %	6,1 %	5,1 %	4,0 %	3,0 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %
Průměrná hrubá měsíční nominální mzda	-0,1 %	2,9 %	3,2 %	3,7 %	7,1 %	7,2 %	4,5 %	4,1 %

Zdroj: MF ČR, vlastní tvorba

Pozn.: HDP – hrubý domácí produkt

b. c. – běžné ceny

s. c. – stálé ceny

RI – řetězové indexy

Hrubý domácí produkt bude podle předpovědi Ministerstva financí ČR růst, avšak tempo růstu bude mírně zpomalovat.

Výdaje domácností na spotřebu v roce 2018 se meziročně zvýší o 6 %. Růst spotřeby bude pokračovat i v letech 2019 a 2020, nicméně tempo růstu bude zpomalovat z 4,6 na 4 %.

Výdaje vládních institucí na spotřebu se meziročně zvýší o 4,9 % v roce 2018. Ministerstvo ve výhledu predikuje meziroční růst o 3 %.

Vývoj zboží a služeb dle predikce Ministerstva financí ČR poroste v roce 2018 o 4,5 %. Na základě výhledu ministerstva pro rok 2019 a 2020 lze předpokládat, že se vývoz zboží a služeb bude navyšovat o 5,7 %, respektive o 6,2 %. Česká ekonomika je relativně malá a exportně orientovaná. I díky tomu je závislá na vývozu zboží a služeb do zahraničí, a to zejména do členských zemí Evropské unie. Rostoucí trend vývozu zboží a služeb lze chápat jako pozitivní faktor pro celou ekonomiku.

Průměrná míra inflace dosáhne nejvyšší úrovně 2,4 % v roce 2018. Ve výhledu ministerstva pro rok 2019 a 2020 bude inflace oscilovat kolem 2 %. Tato úroveň je zároveň hodnota inflačního cílování České národní banky.

Nezaměstnanost vykazuje dle predikce i výhledu mírně klesající trend. Průměrná hodnota inflace pro rok 2020 je ministerstvem odhadnuta na 2,7 %. Tyto rekordně nízké hodnoty nezaměstnanosti mohou vytvářet napětí na trhu práce, což může působit na růst mezd, tedy proinflačně. To lze vidět i z predikce **průměrné nominální mzdy**, která nejvíce poroste právě v letech 2017 a 2018.

Tab. 2 Předpověď Evropské komise

Ukazatel	Oblast	2016	2017	2018
HDP (ve s. c.; IR)	ČR	2,4%	2,6%	2,7%
	Eurozóna	1,8%	1,6%	1,8%
	EU	1,9%	1,8%	1,8%
Inflace (HICP)	ČR	0,6%	2,5%	2,0%
	Eurozóna	0,2%	1,7%	1,4%
	EU	0,3%	1,8%	1,7%
Míra nezaměstnanosti	ČR	4,0%	3,5%	3,8%
	Eurozóna	10,0%	9,6%	9,1%
	EU	8,5%	8,1%	7,8%

Zdroj: Evropská komise

Pozn.: HICP - Harmonizovaný index spotřebitelských cen

b. c. – běžné ceny

s. c. – stálé ceny

RI – řetězové indexy

Tabulka číslo 2 představuje krátkodobou předpověď Evropské komise, týkající se hrubého domácího produktu, inflace a nezaměstnanosti. Každá položka je rozdělena do tří oblastí, a sice na předpověď pro Česko republiku, Eurozónu a Evropskou unii.

Hrubý domácí produkt ve stálých cenách poroste v roce 2018 v celé Evropské unii, přičemž v České republice je oproti EU odhadován o 1,1 procentního bodu větší růst.

Harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP) je v České republice předpovězen na 2%, což je o 0,3 procentního bodu nad průměrem EU.

Míra nezaměstnanosti bude v roce 2018 v Eurozóně na úrovni 9,1 %, což je oproti České republice téměř dvakrát tolik. Míra nezaměstnanosti je pro ČR odhadnuta na 3,8 %.

Při srovnání předpovědi Evropské komise a Ministerstva financí ČR zjistíme, že v prognóze komise jsou makroekonomické veličiny mírně horší.

4 Charakteristika odvětví

4.1 Obecné informace o zemědělství

Zemědělství lze rozdělit na rostlinnou a živočišnou výrobu. V prvním případě se jedná o kvalifikované obdělávání půdy za účelem získání úrody. V druhé části zemědělství, a sice v živočišné výrobě, jde o chování hospodářských zvířat. Tyto oblasti mají na rozdíl od průmyslu a služeb některá specifika.

Velká závislost na přírodních podmínkách. Počasí hraje v zemědělství důležitou roli, jelikož podmiňuje hodnotu vypěstovaných plodin. *Časový nesoulad průběhu výrobního a pracovního procesu.* Tento problém můžeme spatřovat zejména u rostlinné výroby. Proces výroby pšenice trvá 10 měsíců, naproti tomu obdělání 1 ha pšenice trvá přibližně 70 hodin. Podobně je tomu i u mléka. Poslední specifikum, a sice *Sezónnost práce* způsobuje nerovnoměrnost příjmů a výdajů. Tyto zvláštnosti mají vliv na ekonomiku i účetnictví zemědělského podniku.

Rostlinnou výrobu lze popsat, jako intenzivní využívání zemědělské půdy za účelem získání rostlinných produktů. Přičemž hlavním výrobním faktorem je půda, kde dochází k osevu a následně ke sklizni těchto plodin. Důležitým ukazatelem zemědělské půdy je hektarový výnos, který dává do poměru množství vypěstovaných plodin a velikost sklizňové plochy.

Primární účel živočišné výroby spočívá ve výrobě plnohodnotných živočišných produktů. Mezi činnosti takového podniku patří chov zvířat, výroba mléka, vajec a dalších produktů. Velikost konkrétního podniku se měří objemem produkce na 1 ha zemědělské půdy. Alternativní měření se vyjadřuje v počtu dobytčích jednotek (500 kg živé váhy) na 100 ha půdy. Dalším, neméně důležitým ukazatelem je užitkovost hospodářského zvířecího, například průměrná denní dojivost mléka na jednu krávu (Synek 2010, převzato z bakalářské práce Tomáš Hubáček 2016).

Rostlinná výroba v České republice je zaměřena na produkci potravin, krmiv i surovin pro potravinářský, farmaceutický průmysl a řadu odvětví průmyslu lehkého. Nejdůležitější skupinou plodin jsou u nás obiloviny, které pokrývají více než polovinu osevních ploch. Do rostlinných komodit patří obiloviny, olejnin, luskoviny, pícniny a současně i oblast produkce osiv, výživa půdy a ochrana rostlin, jsou základní a z hlediska plochy a produkce nejdůležitější částí rostlinných komodit.

Výměra zemědělské půdy v ČR aktuálně činí 4,2 mil. ha. Rozhodující část této plochy 3 mil. ha (71 %) představuje orná půda, na které jsou v rámci osevních postupů střídány jednotlivé plodiny podle pěstitelských oblastí a vlastního zaměření. Trvalé kultury tvoří trvalé travní porosty (978 tis. ha), zahrady a ovocné sady (209 tis. ha), vinice (19 tis. ha).

Klasická struktura osevních postupů v zemědělství s propojením rostlinné a živočišné výroby se stala v posledních 20 letech minulostí. Nejrozšířenější skupinou pěstovaných plodin zůstaly obiloviny, které v současnosti zaujímají zhruba 1,6 mil. ha, z čehož 1,3 mil. ha činí každoroční výměra pšenice a ječmene. Od začlenění ČR do EU v roce 2004 je zabezpečována regulace trhu s obilovinami prostřednictvím společné organizace trhu (SOT). V oblasti odrůd, osiva a sadby s výjimkou trvalých kultur se metodicky řídí a us-

měří rozvoj šlechtitelské činnosti, odrůdového zkušebnictví a zkoušení osiva a sadby v součinnosti s Ústředním kontrolním a zkušebním ústavem zemědělským (ÚKZÚZ). Nedílnou součástí je i spolupráce se Státní rostlinolékařskou správou (SRS).

Odbor rostlinných komodit zajišťuje zpracování informací ze zemědělské prvovýroby, přípravu analýz a podkladů pro vedení ministerstva zemědělství a pro pracovní orgány EU i zpracování souhrnných zpráv a publikací pro odbornou veřejnost. Dále připravuje podklady pro zákonné a podzákonné předpisy, podklady pro schvalování dotačních nástrojů rezortu a zprostředkovává jejich aplikaci pro zemědělské podnikatelské subjekty. Při této činnosti spolupracuje se Státním zemědělským intervenčním fondem, který jako platební agentura mimo jiné zajišťuje platby prostředků z evropských a národních zdrojů podle pravidel společné zemědělské politiky. Dále se na půdě odboru navrhuje a posuzuje koncepce výživy zemědělských plodin, množství použitých hnojiv, statkových hnojiv a vápenných hmot v zemědělství. Podílí se na tvorbě opatření v úseku rostlinolékařství, hnojiv, chemických látek v zemědělství a ochrany před jejich negativním působením na složky životního prostředí (Rostlinná výroba e-Agri).

4.2 Dotace

„Dotace z EU proudí do členských států proto, aby lidé v Unii měli srovnatelnou kvalitu života a firmy rovné příležitosti pro účast na mezinárodních trzích. Finanční podporu by proto měly získávat pouze smysluplné projekty, které ke zvýšení úrovně napomohou.“

Dotace jsou rozdělovány v cyklech, kterým se říká programová období. Tomu odpovídá „balík“ peněz, který do ČR z Bruselu doputuje. Tato částka je pak dále rozdělena do tzv. operačních programů – tematických dotačních celků, které spravují jednotlivá ministerstva. Dotace pro ČR tak rozděluje do několika operačních programů, např. Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost (OPPIK), Životní prostředí (OPŽP) nebo Doprava (OPD).

Operační program se pak dále dělí na programy podpory, které jsou více specificky zaměřené. Každý program má svůj cíl a také rozpočet, který je mezi projekty rozdělen. Žádosti o dotaci na projekt je možné podávat po tzv. vyhlášení výzvy – zveřejnění podmínek stanovujících pravidla typu, jaký projekt může o dotaci požádat a kolik peněz může získat.“ (přehled dotací).

Přímé platby jsou zemědělcům poskytovány od vstupu ČR do Evropské unie v roce 2004. Během této doby došlo k několika zásadním změnám v oblasti společné zemědělské politiky. Poslední reforma z roku 2013 významně změnila strukturu přímých plateb pro období 2015 až 2020. Reforma mimo jiné mění charakter přímých plateb na platbu více-složkovou. Největší složkou představuje jednotná platba na plochu zemědělské půdy (SAPS).

Mezi další složky patří, například podpora pro mladé zemědělce nebo na hospodaření, jež je šetrné pro životní prostředí (Zemědělství 2015).

Tab. 3 Podpora agrárního sektoru v ČR

	2013	2014	2015	2016	2017
Podpora agrárního sektoru (mld. Kč)	42,8	48,7	60,4	55,3	
Z toho: jednotná platba na plochu (SAPS) (mld. Kč)	18,5	22,4	11,5	12,2	
Sazba na 1 ha půdy (Kč)	6 069	5 997	3 544	3 515	3 378

Zdroj: publikace Zemědělství 2013-2017

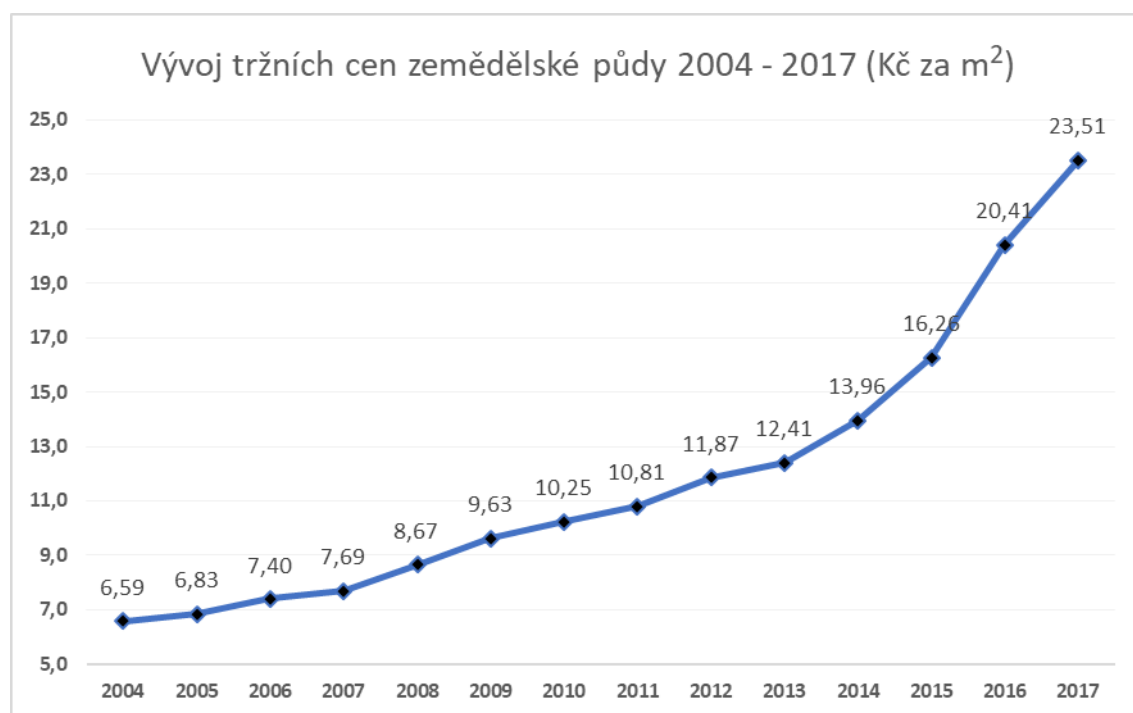
Ministr zemědělství Marian Jurečka schválil pro rok 2017 sazby přímých plateb. Jde o sazbu jednotné platby na plochu zemědělské půdy ve výši 3 377,73 Kč na hektar. SAPS (jednotná platba na plochu) je jednou z nejvýznamnějších zemědělských plateb. Mohou ji dostat zemědělci, kteří obhospodařují minimálně 1 hektar orné půdy, travního porostu, vinice, chmelnice, ovocného sadu či jiné kultury, která je vedená v evidenci půdy. Poskytnutí SAPS je mimo jiné podmíněno řádným obhospodařováním půdy, dodržováním podmínek dobrého zemědělského a environmentálního stavu a povinných požadavků na hospodaření. Platí se z rozpočtu Evropské unie (Ministerstvo zemědělství).

4.3 Analýza ceny orné půdy

„Na trhu půdy se dosud uplatňují dva druhy cen. Úřední cena slouží pro daňové účely, koupi pozemků ve vlastnictví státu a provádění pozemkových úprav. Publikovaný rozdíl výnosů a nákladů na BPEJ eviduje stabilizované příjmy ze zemědělské činnosti v rostlinné výrobě.

Tržní ceny vznikají na základě nabídky a poptávky a uplatňují se podle momentální nabídky a poptávky na trhu. Průměrná tržní cena zemědělských pozemků (primárně určených pro další zemědělské využívání ve střednědobém horizontu) je závislá na druhu pozemku. U orné půdy je odhadována průměrná cena nad 12 Kč/m². Vzhledem k výrazně heterogenitě ve vlastnostech obchodovaných pozemků je rozpětí cen vysoké. Důležitými faktory působícími na výslednou cenu je kvalita půdy, její umístění, potencionální nezemědělské využití, kultura a charakter transakce. Obecně tržní ceny dlouhodobě rostou. (v průměru 6-10 % ročně); ve srovnání se státy EU-15 jsou stále nižší, ve vztahu k novým státům EU-12 jsou ceny půdy v ČR většinou srovnatelné nebo vyšší.

Více než 74 % zemědělské půdy je pronajímáno; cca 70 % půdy obhospodařují právnické osoby, zbytek soukromě hospodařící rolníci nebo fyzické osoby. V roce 2014 činil odhad pachtovného fyzických osob 1 549 Kč/ha, pachtovné u právnických osob bylo cca 2 000 Kč/ha, nevyšší cena nájmu se platí v souladu s dosahovanými zisky v řepařské a kukuřičné výrobní oblasti, nejnižší pak v horských oblastech“ (Ministerstvo Zemědělství, situační a výhledová zpráva 2015, str. 6).

Obr. 1 Vývoj tržních cen zemědělské půdy od 2004 do 2017 (Kč za m²)

Zdroj: Zpráva o trhu s půdou 2017

Tab. 4 Relativní růst cen zemědělské půdy (%)

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
8,3	3,9	12,7	11,1	6,4	5,5	9,8	4,5	12,5	16,5	25,5	15,2

Zdroj: Zpráva o trhu s půdou 2017

“Zemědělská půda se v roce 2017 obchodovala nejčastěji za tržní ceny v rozmezí 15–40 Kč/m², přičemž u nejkvalitnějších pozemků orné půdy a v lokalitách s vysokou konkurencí ceny uvedenou horní hranici i přesahovaly. Průměrná tržní cena zemědělské půdy v ČR se meziročně zvýšila o 15,20 % z úrovně 204 085 Kč/ha (tj. 20,41 Kč/m²) v roce 2016 na úroveň 235 111 Kč/ha (tj. 23,51 Kč/m²) v roce 2017 (graf 1). Ve srovnání s předchozími lety tak došlo ke zpomalení tempa růstu cen. Přesto za posledních 5 let vzrostly tržní ceny zemědělské půdy bezmála na dvojnásobek.

V průběhu roku 2017 byl vývoj tržních cen půdy nerovnoměrný (graf 2). Ceny rostly zejména v první polovině roku – v 1. čtvrtletí o 8,4 % proti předchozímu čtvrtletí, ve 2. čtvrtletí o 4,1 %. Ve druhé polovině roku se tempo růstu zpomalilo na 2,2 % ve 3. čtvrtletí a na 1,2 % ve 4. čtvrtletí roku. V roce 2017 výrazně vzrostl rozdíl mezi tržními cenami orné půdy a cenami trvalých travních porostů (TTP), a to na 34 % (z 27 % v roce 2016). Důvodem byl rychlejší růst cen pozemků orné půdy (+15,9 %), než pozemků TTP (+9,9 %). Podle očekávání se tak dále zvětšovaly cenové rozdíly mezi kvalitními a méně kvalit-

ními pozemky obecně (graf 3). Z hlediska velikosti obchodů byla v roce 2017 nejvyšší poptávka po výměrách střední velikosti 5–50 ha, přičemž nejlikvidnější byly nabídky pozemků o velikosti 5–10 ha. Zatímco v roce 2016 rostly ceny nejvýrazněji u obchodů s výměrou do 2 ha (+38 %), v letošním roce rostly nejrychleji u obchodů s výměrou 2–5 ha (+18 %). Rychlý růst cen v segmentu velmi drobných pozemků v roce 2016 byl zapříčiněn zvýšeným zájmem investorů o tento „nevytěžený“ segment trhu” (Zpráva o trhu s půdou 2017).

Tržní cenu jednotlivých pozemků ovlivňuje mnoho faktorů. Jedná se například o bonitu půdy, velikost a tvar pozemku, umístění, erozní ohrožení, uzavřené pachtovní smlouvy. Na cenu pozemku také působí konkurence kupujících v okolí. Poslední dobou investoři při nákupu orné půdy začali sledovat i další aspekt, a sice klimatické změny daného regionu. Zohledňují případné riziko spojené s nedostatkem vodní vláh.

V průběhu roku 2017 jednala Poslanecká sněmovna o zavedení regulace na trhu s půdou. Převážně se jedná o úpravu předkupních práv. Podle návrhu by převod vlastnického práva k zemědělským pozemkům mělo předcházet předkupní právo pro zemědělce a stát. V situaci, kdy zemědělská společnost hospodaří a má uzavřené pachtovní na cizí půdě alespoň 3 roky, tak by jí vzniklo předkupní právo na danou půdu. (Zpráva o trhu s půdou 2017).

Tato novela prošla připomínkovým řízením a od 1. ledna 2018 dojde v Občanském zákoníku ke změně právní úpravy při prodeji spoluvlastnických podílů nemovitostí. Nově spoluvlastníkům vznikne předkupní právo k prodávanému podílu. Z mikroekonomické teorie je zřejmé, že regulace bude mít negativní dopad na likviditu zemědělské půdy a může vytvářet tlak na růst ceny.

4.4 Půda ve vlastnictví vs. v pronájmu

Zemědělci v dnešní době hospodaří částečně na vlastní i pronajaté půdě. Jak velký podíl vlastní či pronajaté půdy drží, se odvíjí od mnoha faktorů. Lze jmenovat například cenu pozemků při prodeji, ochotu vlastníků prodat půdu, velikost prodávaných pozemků, způsob financování, cenu pachtovného, smluvní délka pachtu a další.

Pozemky jsou obecně považovány jako konzervativní a stabilní aktivum, a to převážně díky jejich omezené nabídce a potřebě pěstovat potraviny. Jejich atraktivita spočívá i ve skutečnosti, že množství pozemků je na Zemi konstantní a nebude jich přibývat.

Společnost MORAVAN, a.s. drží ve vlastnictví 465 ha zemědělské půdy, což představuje cirká 20 % z celkové obhospodařované výměry. Společnost plánuje podíl vlastní půdy navyšovat, a to v návaznosti na její ekonomické situaci a na možnostech na trhu s půdou.

4.5 Dělená doprava v zemědělství

„Pojem dělené dopravy není ničím neznámým. Doposud se tento způsob využíval především při dopravě sklizených produktů z pole s využitím překládacích návěsů. Ovšem moderní zemědělství se vyvíjí a mění; vzniklo mnoho velkých bioplynových stanic, dopravní vzdálenosti pro digestát se prodlužují, období pro jeho aplikaci se zkracuje, a navíc je třeba aplikaci digestátu i kejdý provádět často na vzdálenější plochy, než bylo doposud zvykem.

Mění se také způsoby aplikace digestátu a kejdý – nejenom před setím, ale i v průběhu vegetace jako přihnojování. To vše vede ke zvýšení nároků na aplikační techniku – jak na její výkonnost, tak i technickou úroveň, a pokud možno co nejuniverzálnější využití a šetrné působení na půdu. Těmto nárokům může vyhovovat dobře vybavená aplikační cisterna či samojízdný aplikátor. Vzhledem k technické úrovni těchto strojů a jejich výkonnosti je nejlepší, pokud mohou pracovat pouze na poli, a transport přebírají jiné soupravy. Ať v podobě rychlých nákladních automobilů, které jsou na delší vzdálenosti komfortnější, než traktory, úspornější, lépe akceptované obyvateli obcí, jimiž projíždí a mají větší přepravní kapacitu. Nebo i traktory s přívozními cisternami, které jsou jednodušeji vybavené. Pokud je při dopravě na větší vzdálenosti přívozních souprav dostatečný počet, a funguje komunikace mezi jejich řidiči a obsluhou aplikační soupravy, tak lze při plném vytížení aplikátoru dosahovat značné výkonnosti.

Technologie dělené dopravy umí flexibilně vyjít vstříc i požadavkům na podnicích, kde mají přívozní soupravy striktně zakázáno pojíždět po poli. Mohou se pohybovat téměř všude jen po polních cestách, maximálně na souvratích, a aplikační souprava si jezdí nasávat hnojivo k nim. Za cenu určitých ztrátových časů lze takto docílit výrazného omezení škodlivého působení na půdu.

Zapotřebí je určitého sladění objemů aplikační cisterny s přívozními cisternami, aby se zamezilo zbytečnému manévrování a přejezdům s částečně plnými prostředky. V případě potřeby může tato linka pracovat i 24 hodin denně. A při dělené dopravě také nedochází k vynášení nečistot z polí či luk na pozemní komunikace. Jedná se tedy o technologii, která má budoucnost. Traktory, používané v roli přívozců, mohou v období mimo aplikaci sloužit i k jiným činnostem, a nákladní automobily se uplatní v podnikové dopravě“. (Petr Beneš, mechanizace)

5 Předmět analýzy vybrané investiční příležitosti

Identifikační údaje

Název:	MORAVAN, a.s.
Právní forma:	Akciová společnost
Sídlo společnosti:	Kateřinice
Základní kapitál:	100 000 000 Kč
Datum vzniku společnosti:	6. 1. 1993
Místo zapsání:	Krajský soud v Ostravě
IČO:	47672439

Předmět podnikání

- Rostlinná výroba
- Živočišná výroba
- Produkce chovných a plemenných zvířat
- Zpracování a prodej vlastní produkce zemědělské výroby

Statutární orgány Společnosti:

- Ing. Roman Bílek, předseda představenstva
- Jana Dědková, místopředseda představenstva
- Ing. Petr Dostál, člen představenstva
- MVDr. Kateřina Tesaříková, předseda dozorčí rady
- JUDr. Alena Sikorová, člen dozorčí rady (obchodní rejstřík)

Popis společnosti

MORAVAN, a.s. sídlí v Kateřinicích na severní Moravě a jako agrární Společnost se v okresech Nový Jičín, Frýdek-Místek a Ostrava zabývá zemědělskou výrobou.

Předmětem podnikání MORAVAN, a. s. je rostlinná a živočišná výroba. Společnost se specializuje na pěstování obilovin, olejnin, technických plodin a píce pro produkci vlastních objemných krmiv. Z hlediska tržeb jsou nosnými plodinami pšenice ozimá, řepka ozimá, kukuřice, cukrová řepa, ječmen jarní a ozimý. K datu 31. 12. 2017 Společnost hospodařila na 2 405 ha zemědělské půdy, z toho plocha orné půdy činí 2 048 ha a plocha trvalých travních porostů 357 ha. Z půdního fondu má Společnost ve svém vlastnictví celkem 465 ha zemědělské půdy.

V živočišné výrobě se věnuje chovu holštýnského skotu a smluvním odchovem jalovic. Farma rovněž poskytuje zemědělské služby jako je například půjčování traktorů a zemědělských strojů, dále také vykonávají polní práce a posklizňovou úpravu osiv pro smluvní partnery.

Zemědělské družstvo aktivně hospodaří již od roku 1993, začátek zemědělské činnosti se pojí s členstvím v JZD. V průběhu let probíhaly různé změny ve vlastnické struktuře Společnosti, z nichž nejvýznamnější lze považovat změny zejména od roku 2013.

Do stejného roku držela firma Petřvaldská kapitálová s.r.o. 53% podíl společnosti MORAVAN, a.s. V roce 2013 a především pak v roce 2014 došlo k odprodeji stejného podílu firmě LINKOST Invest s.r.o. Poté následoval odkup jednotlivých podílů od minoritních akcionářů a firma LINKOST Invest s.r.o. se stala z 97 % majoritním akcionářem. Na přelomu prvního kvartálu v roce 2015 do společnosti MORAVAN, a.s. vstoupila finanční skupina UNICAPITAL a.s., která se stala jediným vlastníkem a k datu ocenění, tedy 1.1. 2018, je stále jediným akcionářem (Obchodní rejstřík).

Tab. 5 Vývoj počtu zaměstnanců ve společnosti MORAVAN, a.s.

Vývoj počtu zaměstnanců					
	2013	2014	2015	2016	2017
Počet zaměstnanců	80	71	63	58	55

Zdroj: přílohy k účetním závěrkám společnosti MORAVAN, a.s.

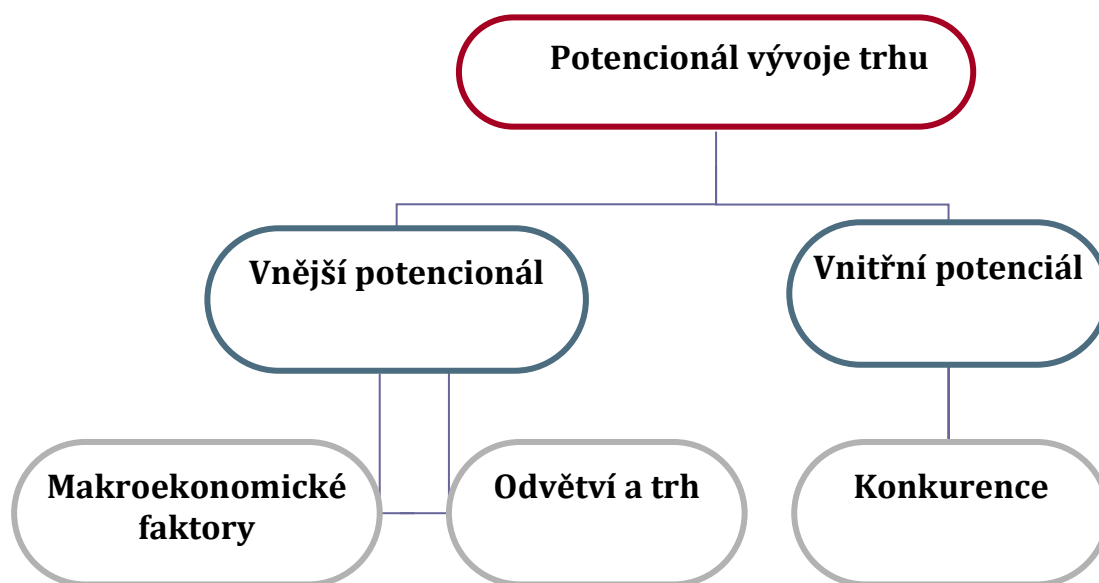


Obr. 2 Vyznačení místa hospodaření společnosti MORAVAN, a.s.

6 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku. Budoucnost každého podniku se odvíjí od vnitřního a vnějšího potenciálu. Okolí podniku lze souhrnně vyjádřit šancemi a riziky, které poskytuje daný trh. Strategická analýza je důležitým předpokladem pro věrohodnost výsledného ocenění. Je proto žádoucí, aby strategická analýza měla konkrétní výsledky, a to například v podobě odpovědí na tyto 2 otázky:

- Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
- Jaká rizika jsou s investicí do nákupu podniku spojena? (Mařík 2011)



Obr. 3 Analýza vývoje potencionálu podniku

(Mařík 2011)

6.1 Analýza vnitřního prostředí

Cílem této subkapitoly je zkoumat vnitřní faktory Společnosti a zároveň je porovnat s konkurencí oceňovaného podniku. K tomuto účelu byla použita historická data Společnosti a relevantní konkurence. V neposlední řadě je také zapotřebí analyzovat perspektivu Společnosti.

Analýza vnitřního prostředí je členěna na konkurenci na trhu, analýzu rostlinné produkce a konkurenční sílu. V poslední subkapitole jsou popsány přímé a nepřímé faktory, kromě toho, že souhrnně popisují oceňovanou Společnost, mají vliv na budoucí konkurenceschopnost v oblasti prvovýroby.

6.1.1 Konkurence na trhu

Pro účely vymezení relevantní konkurence na trhu byla využita databáze Amadeus. V této databázi byly vyhledány agrární společnosti, jež se v co největší míře podobají oceňované společnosti Moravan, a.s. Podobné subjekty na trhu byly vyhledávány pomocí následujících atributů: účel podnikání, velikost aktiv, provozní zisk a počet zaměstnanců.

Autor práce pracoval i s dalšími zdroji, a to zejména s dokumenty z Českého statistického úřadu. Původ informací je možné dohledat vždy pod konkrétní tabulkou či obrázkem.

6.1.2 Analýza rostlinné produkce Společnosti MORAVAN, a.s.

Tab. 6 Výnosnost plodin na jeden hektar

(tun/1 ha)	2013	2014	2015	2016	2017
pšenice ozimá (Moravan)	5,96	6,85	7,14	7,6	7,85
pšenice oz. (odvětví)	5,75	6,61	6,5	6,57	5,77
řepka ozimá (Moravan)	3,70	4,23	3,04	4,03	3,23
řepka oz. (odvětví)	3,45	3,95	6,43	3,46	2,91
ječmen jarní (Moravan)	4,55	6,42	6,35	6,2	6,52
ječmen jarní (odvětví)	4,61	5,56	5,43	5,45	4,96
cukrová řepa (Moravan)	57,3	74,1	54,9	81	65
cukrová řepa (odvětví)	60	70,28	59,39	67,81	66,56
kukuřice siláž (Moravan)	36,20	29,40	26,20	46,90	36,60
kukuřice siláž (odvětví)	32,66	40,37	29,13	40,72	34,84

Zdroj: ČSÚ a interní dokumenty MORAVAN, a.s.

V tabulce č. 6 můžeme vidět srovnání výnosnosti 5 nejvýznamnějších zemědělských plodin Společnosti s průměrem v odvětví.

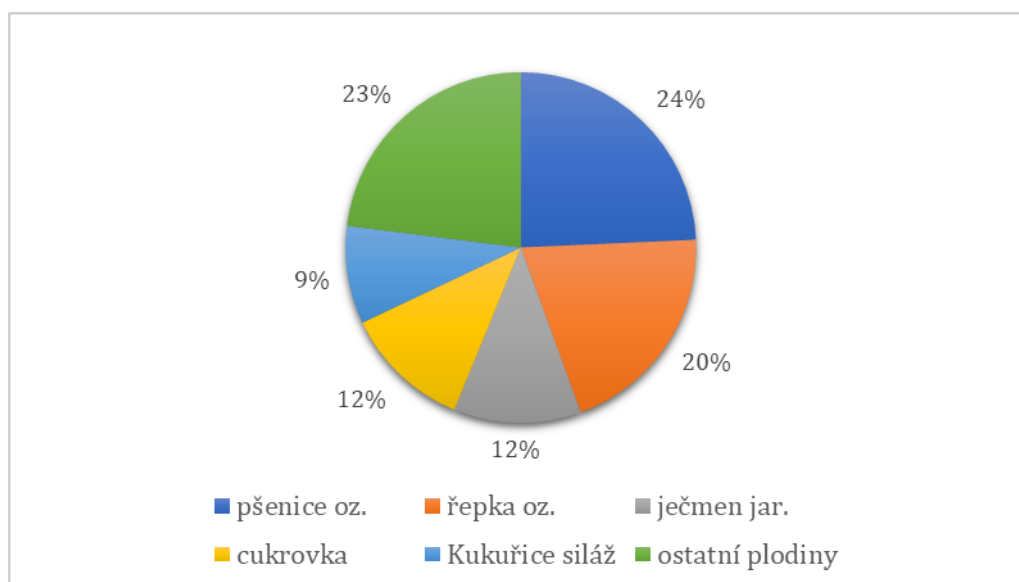
Výnosnost **Pšenice ozimé** je vyšší u Společnosti než u odvětví po celé analyzované období. Společnost u pšenice ozimé dosáhla největšího výnosu v roce 2017, vypěstovala 7,85 tuny 1 hektaru půdy, to znamená že se ve stejném roce vzdálila nejvíce od průměrných hodnot za odvětví. V absolutním vyjádření činil rozdíl 2,07 tuny na hektar.

Společnost dosáhla, kromě roku 2015, lepších výsledků i v pěstování **řepky ozimé**. Například v roce 2017 pracovníci Společnosti dokázali na 1 hektaru půdy vypěstovat 3,23 tuny řepky ozimé, zatímco průměrné hodnoty v odvětví se pohybují na 2,91 tun/ha.

Při bližším pohledu na výnosnost **ječmene jarního** lze z tabulky č. 6 zjistit, že si vyjma prvního roku vedla Společnost také lépe než odvětví. To poukazuje na skutečnost, že hospodaření Společnosti je efektivnější než u odvětví.

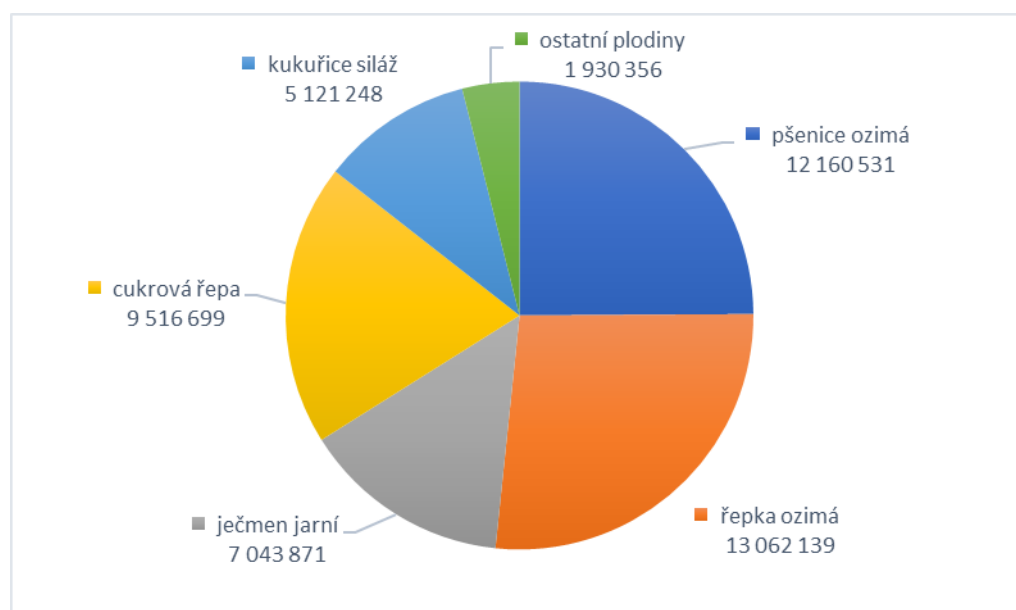
Výnosnost **cukrové řepy** v průběhu let vykazuje kolísavé tendence. Přesto Společnost dokáže na 1 hektaru půdy v průměru vypěstovat 66,5 tun cukrové řepy. Odvětví za stejné období realizovalo menší výnosnost, konkrétně 64,8 tun na 1 hektar.

Odvětví dosahuje větší výnosnosti **Kukuřice** pouze v letech 2014 a 2015. V ostatních letech je výnosnost kukuřice větší u Společnosti, konkrétně v roce 2017 vypěstovala 36,6 tuny kukuřice na 1 hektaru půdy, oproti v odvětví se průměrně vypěstovalo 34,8 tun/ha.



Obr. 4 Osevní plocha dle plodin, Moravan, a.s., 2017

Nejvýznamnější plodinou z hlediska plochy osevu je pšenice ozimá. Mezi další významnou plodinou lze zařadit cukrovou řepu. Nicméně, výnosnost cukrovky kolísá v čase, a zároveň je tato plodina náročná na vstupní zdroje. Z těchto důvodů bude Společnost snižovat podíl cukrové řepy, a díky tomu se uvolní orná půda pro výnosově stabilnější plodiny, např. pšenici ozimou.



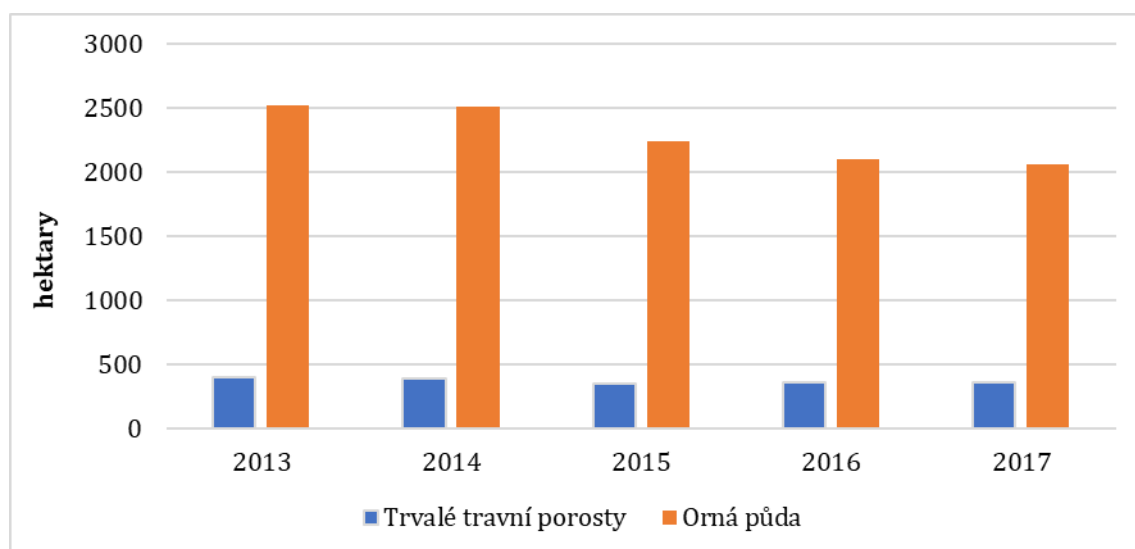
Obr. 5 Tržby podle pěstovaných plodin, MORAVAN, a.s., 2017 (v Kč)

Obrázek č. 5 zobrazuje část tržeb podle pěstovaných plodin. Celkové tržby činily za rok 2017 48,8 mil. Kč. Společnost v tomto roce neprodala část zásob z rostlinné produkce v účetní hodnotě 9 mil. Kč.

Tab. 7 Prodejní ceny zemědělských plodin v odvětví vs. Společnosti

Prodejní ceny (100 kg/Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
pšenice ozimá (Moravan)	-	357	383	342	459
pšenice ozimá (odvětví)	-	411	390	350	365
řepka ozimá (Moravan)	-	857	975	941	1060
řepka ozimá (odvětví)	-	972	986	1012	1057
ječmen jarní (Moravan)	-	444	512	435	486
ječmen jarní (odvětví)	-	516	488	446	445
cukrová řepa (Moravan)	-	69	80	71	66
cukrová řepa (odvětví)	-	82	85	85	80
kukuřice siláž (Moravan)	-	92	82	85	82
Kukuřice siláž (odvětví)	-	90	75	86	80

Zdroj: ČSÚ indexy cen zemědělských výrobců a interní materiály Společnosti



Obr. 6 Množství obhospodařované půdy MORAVAN, a.s.

Zdroj: Výroční zprávy MORAVAN, a.s.

Množství obhospodařované půdy mělo v letech 2013 až 2016 mírně klesající trend. To bylo zapříčiněno zejména pozemkovými úpravami.

„V průběhu let se pozemky mezi vlastníky prodávají, pronajímají nebo dědí a v důsledku takového dlouhodobého užívání se může stát, že pozemky nejsou vhodně uspořádané, nejsou jasné hranice mezi nimi a k některým pozemkům může také chybět přístupová cesta nebo na sebe pozemky jednoho majitele nenavazují a jsou rozdělené na menší vzdálené plochy.

Proto existují pozemkové úpravy jako komplexní proces, během kterého se ve veřejném zájmu upravuje uspořádání pozemků různých vlastníků tak, aby se utvořily vhodné podmínky pro hospodaření vlastníků půdy. Pozemkové úpravy by ale měly směřovat také k zajištění lepších podmínek pro ochranu životního prostředí, zemědělského půdního fondu nebo pro zlepšení ekologické stability krajiny“ (Frank Bold 2018).

Pozemkové úpravy mimo jiné zahrnují vrácení půdy v rámci restitucí. Tzn. v některých lokalitách probíhá změna vlastníků půdy směrem k původním majitelům. Tento proces má i negativní stránku, a sice spousta ucelených pozemků je rozparcelována na malé jednotky. Zemědělci musí při pronájmu půdy či její koupi vyjednávat s větším počtem majitelů. To s sebou přináší administrativní náklady, či v některých případech mezi obhospodařovatelem půdy a větším počtem vlastníků není možné dojít k rozumné dohodě.

Z tohoto důvodu došlo k výpovědi některých nájemních smluv, což lze vidět na obrázku číslo 6. Avšak Společnost na tuto situaci reagovala a snížila výkonovou spotřebu. Pro další období by Společnost měla mít stabilizovaný půdní fond.

6.1.3 Konkurenční síla a SWOT analýza

Tab. 8 Konkurenční síla Společnosti MORAVAN, a.s.

Kritérium	Váha	Hodnocení							Body	Body x Váha
		Konkurence má převahu			Průměr	Podnik má převahu				
		0	1	2		3	4	5		
1. Výnosnost na hektar	3				X				3	9
2. Šířka produktů	1				X				3	3
3. Hloubka sortimentu	1				X				3	3
4. Cena zemědělských plodin	3					X			4	12
5. Obchodní vztahy	2					X			4	8
6. Modernizace strojů	2					X			4	8
7. Finanční zázemí	2						X		5	10
8. Kvalita managementu	3				X				3	9
9. Výkonný personál	2			X					2	4
10. Úroveň zeměd. hospdař.	1				X				4	4
11. Majetek a investice	2			X					2	4
12. Finanční situace Spol.	2		X						1	2
Celkem	24								76	
Maximální počet bodů	144									
Hodnocení	53%									

Maximální počet bodů: $6 \cdot 24 = 144$

Hodnocení: $76/144 = 53\%$

Výše uvedená tabulka podle Maříka (2011) slouží jako vhodný nástroj ke zkoumání konkurenční síly analyzovaného subjektu. Tabulka č. 8 vyjadřuje konkurenční sílu MORAVAN, a.s. Autor ohodnotil vnitřní faktory Společnosti a zároveň je porovnal s odvětvím. Jednotlivým faktorům bylo přiřazeno bodové ohodnocení a jejich váha.

Co se týče **výnosnosti** zemědělských plodin na jeden na hektar půdy, Společnost dosahuje vyšších hodnot než odvětví. Více informací je uvedeno v kapitole 6.1.2, konkrétně v tabulce č. 6.

Společnost pěstuje celou škálu plodin, a to od obilnin, olejnin až po píce. Struktura plodin je srovnatelná s běžným zemědělským podnikem v České republice. Z těchto důvodů autor práce přisuzuje kategoriím **šířka produktů a hloubka sortimentu** průměrné hodnoty.

Společnost **zemědělské plodiny** prodává za srovnatelné ceny jakých dosahuje odvětví. A proto je tato kategorie hodnocena průměrně.

Společnost má stabilní **vztahy s obchodními partnery**. MORAVAN, a.s. dlouhodobě spolupracuje se zavedenými firmami, které jí dodávají vstupní materiály, například osiva, hnojiva, pesticidy a pohonné hmoty. Co se týče odběratelů, Společnost prosazuje dlouhodobou kooperaci s lokálními partnery, ale i renomovanými společnostmi. MORAVAN, a.s.

část vypěstované produkce dodává jako krmivo okolním zemědělským farmám, tato spolupráce probíhá na dlouhodobé bázi. Společnost také Spolupracuje s Plzeňským prazdrojem, kterému dodává pšenici sladovou, což je jedna ze základních surovin pro výrobu piva plzeňského typu.

Společnost průběžně modernizuje strojový park, investuje do nové a úspornější techniky, a díky tomu optimalizuje své provozní náklady. Například se jedná o nákup výkonnějších traktorů či dalších strojů, které slouží na posklizňové zpracování plodin.

Finanční zázemí je lepší než v průměrném podniku z odvětví, a to zejména díky tomu, že společnost MORAVAN, a.s. je vlastněna kapitálově silnou skupinou UNICAPITAL, a.s.

Management je tvořen z více lidí, přičemž za nejdůležitější osoby v zemědělské Společnosti MORAVAN, a.s. lze považovat hlavního agronoma, mechanizátora a zootechnika. Tyto pozice jsou obsazeny kompetentními lidmi s dlouholetou praxí v oboru.

Výkonný personál Společnosti zastávají převážně lidé s nízkou kvalifikací. Na základě rozhovoru s některými zaměstnanci autor práce usuzuje, že ve Společnosti panuje dobrá atmosféra, čemuž nasvědčuje i nízká fluktuace pracovníků.

Úroveň zemědělského hospodaření Společnosti je oproti odvětví průměrná. MORAVAN, a.s. se v poslední době zaměřuje na rostlinnou produkci a další přidružené zemědělské aktivity. Například smluvní odchov zvířat a pronájem zemědělské techniky.

Společnost v minulosti nerealizovala významné rozšiřovací investice, a proto autor práce hodnotí kategorii **Majetek a investice** o jeden stupeň horší než průměr v odvětví.

Finanční situace Společnosti je horší, než je tomu u běžného podniku v odvětví. To je způsobeno především vytvořením ztráty v roce 2013 kvůli prodělečnému chovu jatečného skotu a zápornému výsledku hospodaření minulých let.

Celkové hodnocení Společnosti oproti konkurenci vychází na **53 %**. To značí, že Společnost je mírně lepší než průměrný agronomický podnik v České republice.

SILNÉ STRÁNKY + zavedený podnik + finančně silný vlastník + management s dlouhodobou praxí	SLABÉ STRÁNKY - vysoká zadluženost - historická ztráta
PŘÍLEŽITOSTI + orientace na ziskovější rostlinnou produkci + využívání moderních prvků v zemědělství (např. již zavedená kontrola zaměstnanců při sklizni pomocí GPS)	HROZBY - závislost na počasí - zemědělské prostředí ovlivňují státní i unijní dotace - závislost na dodavatelsko-odběratelských vztazích

Obr. 7 SWOT analýza MORAVAN, a.s.

6.2 Analýza vnějšího prostředí

6.2.1 Vymezení a analýza relevantního trhu

Hlavní činnost Společnosti patří do sekce zemědělství, a to konkrétně do CZ-NACE skupiny 01.50.0: Smíšené hospodářství. Společnost se zabývá rostlinnou a živočišnou produkcí, také provozuje činnosti, které jsou se zemědělstvím spojeny. Jedná se například o prodej vypěstovaných plodin, jejich silniční dopravu a opravy strojů (veřejná databáze ARES).

Z hlediska tvorby HDP lze konstatovat, že zemědělství v České republice tvoří jeho marginální část. V roce 2016 se v sektoru zemědělství vytvořilo 2,57 % hrubého domácího produktu. Převažuje podíl rostlinné produkce, v roce 2016 (59,8 %) nad živočišnou produkcí (35,8 %). Nosnou částí rostlinné produkce tvoří především obiloviny a technické plodiny. V živočišné produkci dominuje výroba mléka (47 %) a chov jatečných prasat (19 %).

Zemědělství je sektor závislý na podpoře veřejných institucí. Celkové podpory agrárního sektoru v roce 2016 se meziročně snížily z 60,4 mld. Kč na 55,3 mld. Kč. Podíl ekologický obhospodařovatelné půdy k celkové výměře zemědělské půdy činil 12 % (Ministerstvo zemědělství 2016).

Tab. 9 Produkce zemědělského odvětví v ČR

Produkce zemědělského odvětví						
(mil. Kč, b.c.)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rostlinná výroba	70 252	71 671	75 855	79 456	74 815	79 805
Živočišná výroba	43 417	45 017	46 895	51 545	46 446	45 497

Zdroj: ČSÚ

Tab. 10 Vývoj agrárního zahraničního obchodu

Vývoj agrárního zahraničního obchodu						
(mil. Kč, b.c.)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vývoz celkem	120 381	148 309	160 594	180 247	201 383	202 198
Dovoz celkem	156 674	173 026	184 674	199 909	220 687	224 864
Bilance celkem	-36 293	-24 717	-24 080	-19 662	-19 304	-22 666

Zdroj: zpráva Ministerstva zemědělství 2016

Většina agrárního zboží je ČR importována a exportována z/na jednotný trh EU. Více než jednu pětinu agrárního zboží vyváží ČR na Slovensko (22 % v roce 2016), do Německa (18 %) a Polska (12 %). Dalšími významnými odběrateli v pořadí jsou Itálie, Rakousko a Maďarsko (Zpráva o zemědělství 2016).

6.2.2 Schopnost predikovat budoucí vývoj hospodaření Společnosti

Zemědělství je obor z velké části ovlivněn počasím, výkupními cenami plodin a dotacemi. Autor tyto veličiny považuje za špatně predikovatelné, a proto tržby relevantního roku předpovídá pouze na pětileté období.

6.2.3 Prognóza tržeb relevantního trhu v ČR

Při výpočtu byla použita časová řada od 2009 do 2017, predikce je vytvořena na 5 let, a to na základě lineární regrese při použití faktoru času jako vysvětlující proměnné.

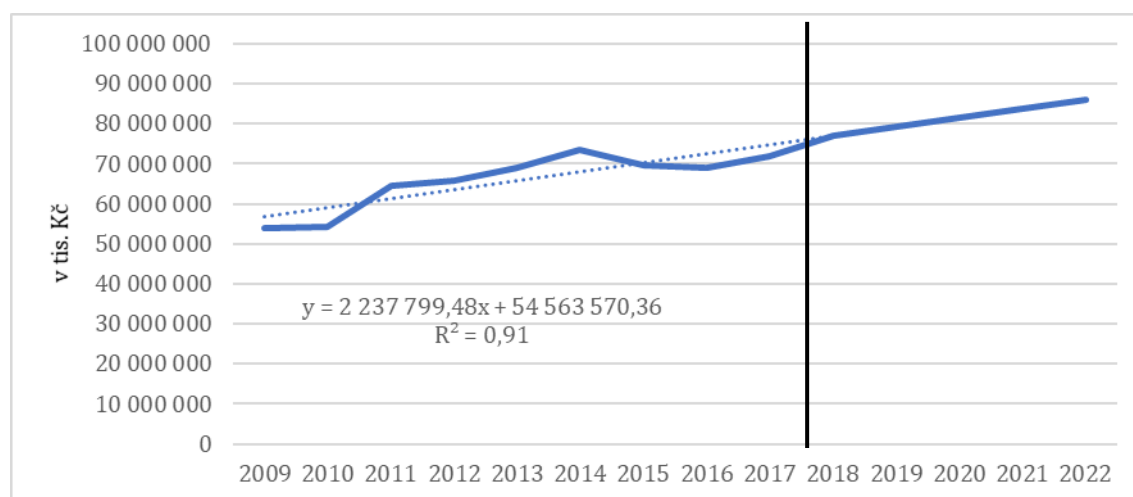
Tab. 11 Historie tržeb relevantního trhu

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby relevantního trhu (v mil.Kč)	53 882	54 301	64 601	65 687	69 090	73 499	69 808	69 148	71 758
Počet společností	694	694	694	694	694	694	694	694	694
Tempo růstu		0,8%	19,0%	1,7%	5,2%	6,4%	-5,0%	-0,9%	3,8%

Zdroj: databáze AMADEUS

Tab. 12 Prognóza tržeb relevantního trhu dle lineární regrese

	2018	2019	2020	2021	2022	2. fáze
Tržby relevantního trhu (v mil. Kč)	76 942	79 179	81 417	83 655	85 893	
Počet společností	x	x	x	x	x	
Tempo růstu	7,22%	2,91%	2,83%	2,75%	2,68%	2,00%



Obr. 8 Prognóza provozních výnosů relevantního trhu

Zdroj: databáze Amadeus

Prognóza provozních výnosů je založena na lineární regresy. Přičemž data pocházejí z databáze AMADEUS, kde byly vyhledány společnosti, jež splňovali následující parametry:

- Místo podnikání v ČR
- Kvalifikace ekonomických činností NACE 015-smíšené zemědělství
- Dostupné finanční výkazy v období 2009 až 2017
- Velmi velké podniky, velké a střední podniky
- Společnosti s konsolidovanou i nekonsolidovanou účetní závěrkou.

Při výpočtu byla použita časová řada od 2009 do 2017, predikce je vytvořena na 5 let, a to na základě lineární regrese při použití faktoru času jako vysvětlující proměnné. Rovnice lineární regrese je zobrazena přímo v grafu, kde je taktéž umístěn i korelační koeficient použité regrese.

6.3 Závěrečná prognóza tržeb společnosti Moravan, a.s.

Strategická analýza má mít konkrétní výsledky, nejčastěji jsou zobrazeny v číselné podobě budoucích tržeb společnosti a ne jinak je to i v tomto případě. U prognózy je běžným zvykem, že se vytvoří více variant. Nejčastěji se jedná o základní, pesimistickou a optimistickou verzi. Autor práce se rozhodl vytvořit základní předpověď a lepší nebo horší výhledy simulovat podle funkce scénáře. Viz kapitola č. 10.2 Scénáře hodnoty netto.

Nyní bych odpověděl na dvě otázky, jež byly stanoveny na začátku strategické analýzy:

- Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze očekávat?
- Jaká rizika jsou s investicí do nákupu Společnosti spojena? (Mařík 2011)

Vývoj relevantního trhu je dle prognózy pozitivní, přičemž v období 2018 až 2022 bude tento trh meziročně růst o cca 3 %. Množství zemědělských společností je v České republice vysoké, což je pravděpodobně důsledek kolektivního zemědělství v druhé polovině 20. století. Velké množství firem na trhu způsobuje jeho rozdrobenost. Při práci v databázi AMADEUS nebyl nalezen žádný podnik z relevantního trhu, který zaujímal více jak 1,5% podílu na trhu.

Vývoj tržeb Společnosti v první fázi je také pozitivní, Společnost klade důraz na zvyšování a diverzifikaci příjmů. Například tím, že poskytuje služby i okolním zemědělcům. Typicky se jedná o po sklizňové zpracování plodin anebo o pronájem zemědělské techniky v době, kdy ji sama Společnost nevyužívá. Kromě pronájmu kombajnů a traktorů Společnost bude pomocí vozidla Tatra s návěsem 23 m³ poskytovat pro okolní zemědělce děle-nou dopravu. Ta díky velké kapacitě tetry umožňuje efektivním způsobem přepravit i na vzdálenější pole hnojiva a živočišný odpad z bioplynových stanic. Jedná se o situaci, kdy dochází k maximálnímu využití bioplynových zařízení, přičemž daná společnost také ušetří náklady na nákup syntetických hnojiv.

V rostlinné výrobě je kladen důraz na plodiny, jež mají stabilní výkupní ceny. Tzn. Společnost bude omezovat pěstování cukrové řepy a tu nahradí například ječmenem, který poskytuje relativně stabilní příjem, pěstování pšenice je navíc finančně méně náročné než pěstování cukrové řepy.

Společnost minimalizuje provozní náklady. Například zavedením GPS navigací do některých kombajnů, čímž se snížila spotřeba pohonných hmot.

S investicí do Společnosti jsou spojena i některá rizika. Obecně lze říci, že zemědělství je sektor, ve kterém má velký vliv počasí, úroda, výkupní cena zemědělských komodit a státní, případně unijní dotace.

Autor práce při prognóze tržeb Společnosti pro první a druhou fázi zohlednil výše pospané aktivity. Konkrétní hodnoty budoucích tržeb jsou uvedeny v tabulce číslo 12.

Tab. 13 Prognóza tržeb Společnosti

Prognóza tržeb	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2.fáze
Tržby za výrobky a zboží (tis. Kč)	92 253	65 473	98 917	97 619	100 378	103 137	105 896	108 014
Tempo růstu			7,22%	-1,31%	2,83%	2,75%	2,68%	2,0%

Prognóza tržeb Společnosti vychází ze strategické analýzy. V této části byl vymezen relevantní trh o velikosti 694 podobných firem. A následně byly analyzovány tržby těchto podniků od 2009 do 2017. Na základě historického vývoje byla pomocí lineární regrese vypočtena budoucí tempa růstu tržeb relevantního trhu. Tyto tempa růstu jsou vztažena k předpovědi tržeb společnosti MORAVAN, a.s. v období 2018 až 2022. Vzhledem k tomu, že relevantní trh obsahuje velké množství firem a z konkurenční analýzy vyšlo, že MORAVAN, a.s. dosahuje podobných výkonnostních hodnot jako průměrný podnik v odvětví, tak v práci není předpokládána změna tržního podílu Společnosti na tržbách v relevantním trhu.

Tempa růstu tržeb Společnosti jsou zobrazena v tabulce číslo 13. Společnost v roce 2017 evidovala pokles tržeb, což bylo způsobeno neprodáním části zásob, přičemž k samotnému prodeji dojde v dalším roce. To znamená, že rok 2017 byl pro Společnost nestandardní, a proto prognóza tržeb Společnosti pro 2018 vychází z roku 2016. V roce 2018 dojde k navýšení tržeb o 7,22 %. V dalším období dojde k mírnému poklesu a od roku 2020 do 2022 je naplánovaný nominální růst v rozmezí 2,68 až 2,83 %.

Prognóza tržeb je vypočtena v jedné variantě, přičemž meziroční růst je vyjádřen v nominální hodnotě. Druhá fáze začíná 1. ledna 2023, jedná se o vzdálenější období, a proto je v této fázi naplánovaný konzervativní roční růst v podobě 2 %. Toto číslo je obecně považováno za dlouhodobý inflační cíl České národní banky.

7 Finanční analýza

Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech. Díky finanční analýze je možné hodnotit nejen historickou výkonnost firmy, ale i její současnou finanční situaci podniku. Závěry finanční analýzy slouží jako jedno z vodítek pro zhodnocení vybrané investiční společnosti (Růčková 2015).

Mařík (2011) v knize popisuje, že hlavní cíl finanční analýzy spočívá v odpovědi na otázku, jestli lze předpokládat dlouhodobý chod podniku či nikoli. V praxi se používá anglické spojení tzv. going-concern. To má dopady na výběr metody ocenění společnosti. Pokud podnik splňuje podmínku going-concern lze jej ocenit metodou například diskontovaných peněžních toků.

V opačném případě, tedy při nesplnění předpokladů pro dlouhodobé fungování podniku, by se zvolila jiná metoda ocenění, například likvidační způsob ocenění aktiv.

V rámci finanční analýzy jsou zpracovány finanční výkazy Společnosti MORAVAN, a.s. za období 2013 až 2017.

7.1 Účetní politika Společnosti

Finanční výkazy Společnosti MORAVAN, a.s. ověřuje auditorská společnost TPA Horwath Audit s.r.o. Ve sledovaném období, tedy 2013 až 2017, auditor neměl výhrady k účetním závěrkám Společnosti. Jinými slovy, finanční výkazy Společnosti MORAVAN, a.s. poskytují podle názoru auditora věrný a poctivý obraz ekonomické skutečnosti.

Účetnictví je vedeno v souladu s platnými účetními zákony a předpisy. Odpisování majetku probíhá podle běžného uzusu na území České republiky. Dlouhodobý majetek je oceněn pořizovací cenou sníženou o oprávky a případné opravné položky vyjadřující ztrátu ze snížení hodnoty. Bližší informace lze najít v příloze výroční zprávy Společnosti.

Hodnota účetních oproti daňovým odpisům je o 1,5 % větší. Podle autora je to marginální rozdíl, a proto zmíněné dva druhy odpisů v tomto případě považuje za totožné.

Společnost začala od března 2017 evidovat některé výnosy z tržeb z prodeje výrobků a služeb do tržeb z dlouhodobého majetku (původně výnosy účtovala do tržeb z prodeje zboží a výrobků). Tato účetní změna souvisí se změnou systému chovu jalovic a jejich prodeji při vyšším stáří zvířete. Ve společnosti MORAVAN, a.s. se otelí jalovice a během cca 6 měsíců se zní stane vysoko březí jalovice. Ta je pak dle platných účetních standardů účtována nejprve do oběžných aktiv na účet mladá zvířata. Po dosažení 6 měsíců po otelení se z ní stává dlouhodobý majetek, přičemž v krátké době je jalovice prodána do okolních farem. Tato položka při následném prodeji poklesne a přes aktivaci a změnu stavu vlastních zásob se propíše i do výkazu zisku a ztráty. Nicméně, na první pohled se tato skutečnost neprojeví v účetní položce tržby z prodeje výrobků a služeb. Podle účetních standardů je aktivace a změna stavu zásob vlastní činností nově od 1.1.2016 nákladovou položkou. Avšak v roce 2017 Společnost na těchto nákladových řádcích eviduje záporné hodnoty, a proto je autor nazývá jako kvazi výnosy, které by podle ekonomické logiky měly být připočteny k celkovým tržbám.

Pořizovací cena dlouhodobého hmotného majetku, s výjimkou pozemků a nedokončených investic, je odpisována podle odhadované životnosti majetku, a to následujícím způsobem:

Tab. 14 Odpis majetku

	Metoda odpisování	Počet let
Budovy	Rovnoměrně	30 let
Výrobní stroje	Rovnoměrně	5-10 let
Dopravní prostředky	Rovnoměrně	5 let
Zvířata	Rovnoměrně	3 roky

7.2 Analýza rozvahy Společnosti

Tab. 15 Aktiva společnosti MORAVAN, a.s.

	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	351 817	261 775	281 715	276 543	283 906
Dlouhodobý majetek	150 045	147 473	152 311	159 328	167 951
DHM	150 003	147 441	152 255	159 295	167 941
Pozemky	64 662	64 702	73 631	82 851	83 480
Stavby	56 433	53 834	49 392	47 144	52 461
Hmotné movité věci	22 219	26 918	25 060	28 437	31 459
Dospělá zvířata	6 689	1 975	4 068	568	370
DFM	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	201 764	114 301	128 722	116 424	115 630
Zásoby	62 540	54 985	48 050	45 409	56 141
Materiál	6 216	3 571	2 336	3 871	2 110
Nedokončená výroba	32 890	21 942	20 652	19 875	19 000
Výrobky	16 744	16 997	12 147	9 885	18 370
Mladá zvířata	6 690	12 475	12 915	11 778	16 786
Krátkodobé pohledávky	86 326	58 689	80 427	70 038	57 943
Pohledávky z obchodních vztahů	80 120	54 027	46 945	50 514	49 734
Pohledávky ostatní	6 206	4 662	33 482	19 524	8 209
Peněžní prostředky krátkodobé	898	627	245	977	1 421
Časové rozlišení aktiv	8	1	682	791	325

Zdroj: Výroční zprávy společnosti MORAVAN, a.s.

Bilanční suma Společnosti dosáhla nejvyšší hodnoty v roce 2013, 321,8 mil. Kč, tato hodnota se následující rok snížila o cca 90 mil. Kč, a to zejména díky poklesu nedokončené výroby, krátkodobých pohledávek a poklesu zásob. Aktiva Společnosti byla v letech 2015 až 2017 relativně stabilní, na konci analyzovaného období dosáhla úrovně 283,9 mil. Kč.

Dlouhodobý majetek představuje podstatnou část aktiv Společnosti. V roce 2013 dlouhodobý majetek dosáhl účetní hodnoty 150 mil. Kč a podílel se 42,6 % na celkových aktivech Společnosti. V roce 2017 se poměr zvýšil na 59,2 %, tj. v absolutním vyjádření 168 mil. Kč. Společnost během období 2013 až 2017 investovala do pozemků a zemědělské techniky.

Množství **pozemků** Společnosti během analyzovaného období roste. Z úrovně 64,7 mil. Kč v roce 2014 na 83,5 mil. Kč v roce 2017. Společnost zkupuje pozemky v místě svého hospodaření, a to zejména za využití cizích zdrojů, které jsou závislé na profinancování bankou. Management ve výroční zprávě z roku 2017 uvádí, že Společnost hospodářství na půdě o celkové výměře 2 405 ha, a ve svém vlastnictví má 465 ha. Cíl pro rok 2018 je konsolidovat půdní fond a zároveň zvýšit podíl vlastních obhospodařovaných pozemků.

Společnost v roce 2013 evidovala **Stavby** v účetní hodnotě 56,4 mil. Kč. Na konci sledovaných období byl zaznamenán pokles na 53,5 mil. Kč, Položka stavby se podílí 18,5 % na celkových aktivech. Společnost disponuje zejména sklady, které jsou strategicky rozmístěny v místech hospodaření, a díky tomu se minimalizuje přeprava sklizených plodin.

Hmotné movité věci v analyzovaném úseku, vyjma roku 2015, mírně rostly. Z 22,2 mil. Kč v roce 2013 na 31,5 mil. Kč v roce 2017. Tato položka zahrnuje zejména věci, které slouží pro obhospodařování zemědělské půdy. Do této kategorie patří nejen traktory a kombajny, ale i linka na zpracování sklizně travnatých plodin.

Položka **dospělá zvířata** zaznamenala největší pokles v roce 2015 z 4,7 mil. Kč na 568 tis. Kč v roce 2016. Společnost v těchto letech redukovala velikost živočišné výroby, a to zejména kvůli nepříznivé situaci na trhu s mlékem. Výkupní cena mléka se pohybovala na nerentabilní, či dokonce ztrátové úrovni, a proto se Společnost rozhodla snížit stav holštýnského skotu, a tímto krokem zamezila neefektivnímu hospodaření.

Oběžná aktiva se v roce 2013 pohybovala na úrovni 201,7 mil. Kč. Následující rok klesla na 114,3 mil. Kč, důvody jsou uvedeny u položky bilanční suma. V roce 2015 oběžná aktiva narostla na 128,7 mil. Kč, tj. relativní nárůst o 12,6 %. Zmíněný nárůst OA byl vyvolán zejména nárůstem krátkodobých pohledávek. Tato situace je v zemědělství častá, jelikož se jedná o odvětví, které je charakteristické dlouhým výrobním proces. Nicméně oběžná aktiva se v roce 2016 snížila na 116,4 mil. Kč, v roce 2017 dosáhla úrovně 115,6 mil. Kč, tj. 40,7 % podíl na celkových aktivech.

Množství **zásob** se v letech 2013 až 2015 snížilo z 62,5 mil. Kč na 48 mil. Kč. V dalších letech zásoby opět rostly, přičemž v roce 2017 dosáhly hodnoty 56,1 mil. Kč a celkově se podílely 19,8 % na aktivech.

Vyjádřeno v peněžních jednotkách **Materiál** je na straně aktiv méně významnou položkou. Jedná se především o hnojiva, osiva a postřiky, což jsou nezbytné prostředky pro rostlinnou výrobu. Materiál dosáhl hodnoty 6,2 mil. Kč v roce 2013 a posledním sledovaném roce Společnost evidovala materiál za 2,1 mil. Kč.

Účtování na **nedokončenou výrobu** je u zemědělských podniků poměrně běžné. Zejména kvůli tomu, že proces výroby zemědělských plodin často přesahuje účetní kalendářní rok. Společnost v letech 2014 až 2017 evidovala stabilní výši nedokončené výroby v rozmezí 22 až 19 mil. Kč, tj. 8,4 % respektive 6,7 % na celkových aktivech.

Množství **výrobků** stabilně klesalo ze 17 mil. Kč v roce 2014 na 9,9 mil. Kč v roce 2016. V posledním roce se trend obrátil a množství výrobků na skladě v roce 2017 meziročně narostlo o 86 %, tj. na 16,8 mil. Kč. Nárůst byl zapříčiněn tím, že Společnost nestihla

či za daných výkupních cen nechtěla prodat část produkce. Tato skutečnost má vliv do výsledku hospodaření a dalších finančních ukazatelů.

Společnost chovala nejméně **mladých zvířat** v roce 2013, v peněžním vyjádření 6,7 mil. Kč. Naopak nejvíce mladých zvířat Společnost odchovávala v posledním roce, celkově za 16,8 mil. Kč. Odchov mladých zvířat, a jejich následný prodej dalším zemědělcům, je dle rozhovoru managementu výnosná činnost, jež má pozitivní efekt na hospodářský výsledek Společnosti. Z růstu účetní položky mladých zvířat můžeme spatřit snahu vedení podporovat výnosné části zemědělské činnosti.

V oblasti **krátkodobých pohledávek** Společnost v roce 2013 evidovala 86,3 mil. Kč, největší podíl tvoří pohledávky z obchodních vztahů. Od roku 2015 do 2017 se množství krátkodobých pohledávek postupně snižovalo, a to konkrétně z 80,4 mil. Kč na 57,9 mil. Kč.

Pohledávky z obchodních vztahů se v roce 2013 snížily z 86,3 mil. Kč na 58,7 mil. Kč v roce 2014. Pohledávky z obchodních vztahů dosahovaly v letech 2015 až 2017 stabilních hodnot, tj. v rozmezí 46,9 mil. až 50,5. mil. Kč, což v relativním vyjádření představuje 18,3 % respektive 16,7 % podíl na celkových aktivech.

Společnost evidovala **ostatní pohledávky** v hodnotě 33,5 mil. Kč v roce 2015. Tento významný nárůst byl vyvolán zejména zvýšením na dohadných účtech aktivních. Z 2,3 na 18,6 mil. Kč. Ostatní pohledávky se v dalším roce snížily z původních 33,5 na 19,5 mil. Kč. Pokles pokračoval i v roce 2017, přičemž hodnota poklesla na 8,2 mil. Kč.

Peněžní prostředky jsou, co se týče objemu, marginální položkou v rozvaze. Jejich hodnota dosáhla k ultimu roku 2017 1,4 mil. Kč. **Časové rozlišení** aktiv tvoří taktéž marginální položku v rozvaze.

Tab. 16 Pasiva společnosti MORAVAN, a.s.

	2013	2014	2015	2016	2017
Pasiva Celkem	351 817	261 775	281 715	276 543	283 906
Vlastní kapitál	13 997	39 597	35 890	38 844	38 611
Základní kapitál	78 589	100 000	100 000	100 000	100 000
Kapitálové fondy	598	598	598	598	613
Fondy ze zisku	42 251	42 213	42 169	42 110	740
VH minulých let	-53 280	-107 441	-104 141	-108 140	-62 576
VH běžného období	-54 161	4 227	-2 736	4 276	-166
Cizí zdroje	337 800	222 158	245 805	236 417	244 206
Dlouhodobé závazky	192 922	141 213	108 963	134 406	121 909
Závazky k úvěrovým institucím	192 922	128 189	95 191	85 199	71 104
Závazky ovládaná osoba	0	13 024	13 772	48 000	49 334
Krátkodobé závazky	144 878	80 945	136 842	102 011	122 297
Závazky k úvěrovým institucím	33 785	41 273	67 534	68 823	64 732
Závazky z obchodních vztahů	101 339	34 800	35 530	24 972	49 163
Závazky ovládaná osoba	0	0	19 294	2 203	3 505
Závazky ostatní	9 754	4 872	14 484	6 013	4 769
Časové rozlišení pasiv	20	20	20	1 282	1 089

Zdroj: výroční zprávy MORAVAN, a.s.

Společnost evidovala největší objem **pasiv** v prvním sledovaném roce, a to v hodnotě 351,8 mil. Kč. Následující rok, tedy 2014 se pasiva snížila na 261,7 mil. Kč. A to zejména díky splacení části dlouhodobých a krátkodobých závazků. Pasiva Společnosti v letech 2015 až 2017 byla stabilní a na konci analyzovaného období dosáhla úrovně 283,9 mil. Kč.

Základní kapitál byl v roce 2014 navýšen ze 78,6 na 100 mil. Kč, následující roky Společnost eviduje stejnou výši základního kapitálu.

Kapitálové fondy tvoří marginální část rozvahy. Fondy ze zisku jsou v letech 2013 až 2016 na stabilní výši 42,2 mil. Kč. V roce 2017 došlo k rozpuštění tohoto fondu ve prospěch snížení ztrát z minulých let. K ultimu roku 2017 byly fondy ze zisku sníženy na 740 tis. Kč.

Výsledek hospodaření minulých let Společnosti zaznamenal k roku 2013 historickou ztrátu 53,3 mil. Kč. Společnost akumulovanou ztrátu navýšila v dalším roce na 107,4 mil. Kč. A to kvůli ztrátovému hospodaření v roce 2013, bližší vysvětlení je uvedeno v dalším odstavci.

Výsledek hospodaření běžného období za rok 2013 byl uzavřen na záporné hodnotě 54,2 mil. Kč. Tato významná událost byla způsobena zejména prodělečným chovem prasat, přičemž ve stejném roce došlo ke strategickému rozhodnutí, a chov prasat a souvisejících činností byl ukončen. V roce 2014 firma dosáhla kladného výsledku hospodaření 4,3 mil. Kč. Společnost následujícím roce 2015 dosáhla účetní ztráty, a to zejména kvůli nepříznivému počasí. To dokresluje pokles výnosnosti některých rostlinných plodin nejen

u Společnosti, ale v celém odvětví. Nicméně rok 2016 byl pozitivním a Společnost evidovala výsledek hospodaření v běžném období v hodnotě 4,3 mil. Kč. Rok 2017 skončil v účetní ztrátě 166 tis. Kč, Společnost neprodala část vypěstovaných zásob, zejména kvůli nepříznivým výkupním cenám některých komodit.

Cizí zdroje byly nejvyšší v prvním sledovaném roce, tj. 337,8 mil. Kč, v relativním vyjádření to představovalo 96% podíl na pasivech. V dalším roce, tedy v 2017, se podíl cizích zdrojů snížil na 222,2 mil. Kč, tj. 84,9 %. Tato položka mírně rostla i v dalších letech, přičemž Společnost evidovala 244,2 mil. Kč cizích zdrojů v roce 2017, tj. 86 %.

Dlouhodobé závazky k úvěrovým institucím postupně klesaly z 192,9 mil. Kč v roce 2013 na 121,9 mil. Kč v roce 2017. Zde je vhodné podotknout, že část závazků k úvěrovým institucím byla nahrazena závazky k ovládané osobě. Společnost neměla žádné závazky k ovládané osobě v roce 2013, avšak v posledním roce, tedy 2017, Společnost již evidovala závazek v hodnotě 49,3 mil. Kč.

Dlouhodobé závazky do roku 2015 činily 13,7 mil. Kč. V dalším roce, tedy roku 2016, došlo k navýšení těchto závazků na 48 mil. Kč. Nárůst souvisí s tím, že do Společnosti v roce 2015 vstoupila investiční skupina UNICAPITAL, a.s., která poskytla financování na obchodní aktivity Společnosti. Tyto zdroje jsou podřízené bankovnímu financování.

Krátkodobé závazky byly za sledované období značně nestabilní. V roce 2014 poklesly krátkodobé závazky oproti předchozímu roku o cca 64,7 mil. Kč. Tato situace souvisí s tím, že někteří odběratelé nezaplatili závazky vůči MORAVANu, a.s., a proto byla Společnost nucena načerpat v roce 2013 úvěr o hodnotě 52 mil. Kč. Z rozvahy lze vidět, že pohledávky z obchodních vztahů i závazky k úvěrovým institucím v roce 2014 klesly. V posledním sledovaném roce krátkodobé závazky dosáhly 122,3 mil. Kč.

Závazky z obchodních vztahů se držely na stabilní výši v letech 2014 až 2015, a to v hodnotě cca 35,6 mil. Kč. Další rok poklesly na 25 mil. Kč a v posledním roce, tedy 2017, se závazky obchodních vztahů zvýšily na 49,2 mil. Kč.

Krátkodobé závazky vůči ovládané osobě se na výšily v roce 2015 na 19,3 mil. Kč, tyto krátkodobé zdroje sloužily na financování provozu, přičemž v dalším roce krátkodobé závazky vůči ovládané osobě klesly na hodnotu 2,2 mil. Kč.

Ostatní závazky se nejvýrazněji zvýšily v roce 2015, tj. ze 4,8 na 14,5 mil. Kč. Poté došlo k postupnému poklesu. Společnost MORAVAN, a.s. k 31. prosinci 2017 evidovala ostatní závazky v hodnotě 4,8 mil. Kč.

Časové rozlišení pasiv bylo významné jen v letech 2016 a 2017, kdy Společnost evidovala 1,3 mil. Kč respektive 1,1 mil. Kč.

7.3 Analýza výkazu zisku a ztráty

Tab. 17 Výkaz zisku a ztráty společnosti MORAVAN, a.s.

	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby z prodeje výrobků a služeb	110 881	105 513	91 558	92 253	65 473
Výkonová spotřeba +	103 828	76 406	74 923	62 897	59 501
Spotřeba materiálu a energie	71 665	53 718	53 504	44 456	41 963
Služby	26 703	22 865	21 419	18 441	17 538
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 678	4 933	5 354	4 176	-12 619
Aktivace	-4 889	-1 356	-4 316	-3 327	-10 416
Osobní náklady	26 116	24 298	22 445	20 317	21 158
Mzdové náklady	19 397	17 960	16 722	15 187	15 699
Náklady na sociální a zdravotní pojištění	6 433	5 889	5 723	5 130	5 459
Sociální náklady	286	330	5 449	4 880	5 071
Odpisy DNM a DHM	13 041	13 357	15 449	13 106	15 180
Změna stavu rezerv a OP v provozní činnosti	-545	17	1 449	-1 449	0
Ostatní provozní výnosy	34 610	47 439	48 382	45 943	37 800
Tržby z prodaného DM	2 372	11 978	3 289	10 403	10 611
Tržby z prodaného materiálu	8 539	4 917	737	1 601	1 708
Jiné provozní výnosy	23 941	30 500	44 356	33 939	25 481
Ostatní provozní náklady	17 137	21 058	19 582	25 895	21 052
ZC cena prodaného Dl. majetku	2 841	5 667	1 104	7 904	10 493
Zůstatková cena prodaného materiálu	8 002	2 991	740	1 503	1 630
Daně a poplatky z provozní činnosti	1 488	1 534	1 021	763	649
Jiné provozní náklady	4 959	10 383	16 717	15 725	8 280
Provozní VH	-6 844	16 805	6 503	15 132	9 417
Prodané cenné papíry podíly	-28 198	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a OP ve finanční činnosti	-11 289	0	0	-	-
Výnosové úroky	329	2 745	586	199	0
Nákladové úroky	5 862	12 388	8 264	8 484	7 520
Za ovládanou osobou	-	-	1 209	2 570	2 666
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	5 862	12 388	7 055	5 914	4 824
Ostatní finanční výnosy	19	0	0	10	0
Ostatní finanční náklady	2 838	2 139	1 561	1 374	1 799
Finanční VH	-48 097	-11 724	-9 239	-9 649	-9 318
VH před zdaněním	-54 186	5 081	-2 736	5 483	99
Daň z příjmů za běžnou činnost	0	6	0	1 207	0
Výsledek hospodaření po zdanění	-54 186	5 075	-2 736	4 276	-166
Čistý obrat za účetní období	145 839	155 697	140 526	138 406	103 274

Zdroj: výroční zprávy MORAVAN, a.s.

Společnost evidovala největší **tržby** v roce 2013, tj. 110,9 mil. Kč. V letech 2014 až 2016 můžeme vidět klesající trend, tržby se snížily ze 105,5 na 92,3 mil Kč. Společnost posledním sledovaném roce evidovala na první pohled nízké tržby v celkové hodnotě 65,5 mil. Kč. Zde je nutné poukázat na skutečnost, že Společnost v roce 2017 neprodala část své produkce. Tzn. Společnost zemědělské plodiny vypěstovala, ale vzhledem k nízkým výkupním cenám se je rozhodla prodat až v dalším roce. Proto jsou tržby v roce 2017 mírně zkreslené

Výkonová spotřeba koreluje s tržbami Společnosti. V letech 2014 a 2016 tato položka dosahuje 76,4 a 62,9 mil. Kč, v relativním vyjádření se podílí ze 72 %, respektive 68 % na celkových tržbách. Výkonová spotřeba měla největší podíl (91 %) na tržbách v roce 2017. To má dvě příčiny, a sice Společnost neprodala část své produkce a došlo ke změně účtování některých výnosů. Neprodané zásoby činí cca 9 mil. Kč Největší pod kategorií výkonové spotřeby představuje **spotřeba materiálu a energie**, a to kvůli náročnosti zemědělství na vstupy a spotřebu energií.

Množství poptávaných **Služeb** v období 2013 až 2017 postupně klesá. V prvních dvou letech Společnost zmenšila množství obhospodařované půdy, a to převážně kvůli pozemkové úpravě, což vedlo i k menší poptávce po službách. Společnost hospodáří na cirka stejné výměře od roku 2015, a i přesto od tohoto roku klesá spotřeba služeb. To ilustruje skutečnost, že Společnost investuje do modernější a tím i efektivnější techniky, které šetří provozní náklady.

Položka **změna stavu zásob a vlastní činnosti** je nejvýznamnější v roce 2017, kdy meziroční změna činí cca 16,2 mil. Kč. Jedná se o situaci, kdy Společnost neprodala část své produkce v roce 2017, a proto ji nezaúčtovala do tržeb, nýbrž na účet změny stavu zásob vlastní činnosti. Nota bene, zaúčtování probíhá v souladu s účetním principem opatrnosti, a proto jsou zásoby evidovány za nižší ceny, než za jaké je Společnost schopna v dalším roce prodat na trhu. Dle autora práce bude hodnota zásob v dalším roce vyšší než je možné vidět ve výkazech z roku 2017.

Aktivace značí situaci, kdy si podnik dodá výkon sám sobě. Z výkazů lze vyčíst, že si Společnost dodává výkony ve všech sledovaných letech. Společnost chová mladé jalovice, které v období 6 měsíců po otelení prodává okolním farmám. Při prodeji je musí vyřadit z dlouhodobého majetku a následně výkon aktivovat. Tato položka byla největší v roce 2017, kdy aktivace dosáhla 10,4 mil. Kč, což je meziroční nárůst o cca 7 mil Kč. To poukazuje na snahu vedení zvýšit množství výkonů, potažmo zvyšovat provozní sílu podniku.

Osobní náklady se v průběhu let 2013 až 2017 postupně snížily z 26,1 mil Kč na 21,2 mil. Kč. Tento pozitivní trend byl vyvolán i díky tomu, že management Společnosti zredukoval počet zaměstnanců z 80 v roce 2013 na 55 v roce 2017. K tomu také přispělo zrušení masné výroby v roce 2013. Nicméně, osobní náklady se v roce 2017 meziročně zvýšily o 500 tis. Kč, což bylo vyvoláno nárůstem mezd.

Odpisy Společnosti ve sledovaném období kromě roku 2016 mírně narostly. Z 13 na 15,2 mil. Kč. Nárůst odpisů v roce 2015 byl vyvolán investicemi do nových strojů a zároveň pořízení dlouhodobého majetku bylo vyšší než jeho vyřazení. V roce 2016 došlo ke snížení odpisů kvůli odepsání vyhořelého seníku a odprodeje budovy na nevyužívaném středisku.

Ostatní provozní výnosy tvoří podstatnou část celkových výnosů. Zde je vhodné podotknout, že se od roku 2016 zvýšily tržby z prodeje dlouhodobého majetku. To souvisí se

změnou chovu jalovic, kdy se nově jalovice otelí a zůstává ve Společnosti dalších 6 měsíců. Poté se prodává v zůstatkové hodnotě. Nově tato aktivita nevstupuje přímo do tržeb, ale v účetnictví je zaznamenána do tržeb z prodeje dlouhodobého majetku.

Jiné provozní výnosy jsou ve všech sledovaných letech poměrně vysoké, jelikož se do tohoto řádku účtují dotace. Společnost obdrží dotace na konci roku, přičemž se jedná zhruba o 18 mil. Kč za jeden kalendářní rok. Při jisté míře zjednodušení lze dotace rozdělit na živočišné a rostlinné. Vzhledem k tomu, že Společnost postupně omezovala stáda holštýnského skotu, od roku 2016 dostává dotace pouze na rostlinnou produkci. Na výši dotací má vliv mnoho faktorů, například výměra obhospodařované půdy, nepřízeň počasí, následná státní kompenzace atd. Bližší informace jsou uvedeny v kapitole 4.2 dotace.

Ostatní provozní výnosy Společnosti jsou tvořeny nejen přijatými dotacemi od SZIF a PGRLF, ale i postoupením pohledávek. Bližší popis o pohledávkách je uveden v odstavci jiné provozní náklady.

Ostatní provozní náklady jsou tvořeny zejména účetní položkou zůstatková cena dlouhodobého majetku, který zaznamenal nejvyšších hodnot v letech 2016 a 2017 a jinými provozními náklady.

Položka **jiné provozní náklady** je tvořena postoupením pohledávek. Jde například o situaci, kdy Společnosti vznikne závazek za hnojiva, ty poté použije na vypěstování cukrové řepy. Výsledný produkt je prodán cukrovaru, který si započte závazek vůči MORAVANu, a.s. s pohledávkou za společností dodávající hnojiva. Jiné provozní náklady, potažmo postupování pohledávek od roku 2015 kleslo z 15 mil. Kč na 8,3 mil. Kč. To se mimo jiné projevuje i do snížení čistého obrátu za účetní období.

Provozní výsledek hospodaření měl kolísavý průběh. Společnost v roce 2013 vykázala záporný provozní výsledek hospodaření, a to kvůli ukončení ztrátového chovu prasat. Nicméně, v dalších letech Společnost již generovala kladný provozní výsledek, nejlepších výsledků bylo dosaženo v letech 2014 a 2015., tj. 16,8 a 15,1 mil. Kč. Společnost evidovala snížené provozní výsledky hospodaření v 2015 a 2017, kvůli nepřízni počasí anebo neprodání části zásob.

Společnost, vyjma roku 2013, neprodává cenné papíry a podíly, ani nezměnila stav rezerv ve finanční oblasti. Jak již bylo zmíněno dříve, rok 2013 byl pro Společnost specifický, došlo k uzavření masné výroby, a rozpuštění podílu v dceřiné společnosti MORAVAN masná výroba s.r.o. Tuto skutečnost lze ve finančních výkazech ve výkazech z roku 2013.

Nákladové úroky dosáhly v roce 2014 hodnoty 12,4 mil. Kč, což je nejvíce v analyzovaném období. Společnost musela v roce 2013 odepsat pohledávku za svojí dceřinou společností, a proto navýšila i cizí zdroje. Z rozvahy je patrné, že tento úvěr byl v průběhu let 2014 až 2017 splácen. Nákladové úroky se během následujících let podařilo snížit a v roce 2017 dosáhly 7,5 mil. Kč.

Finanční výsledek hospodaření byl ve sledovaném období pokaždé záporný. Zemědělský podnik ze své podstaty nevykazuje téměř žádnou finančně-výnosovou aktivitu. Jedná se o prvovýrobu, a proto je hlavní obchodní činnost zaznamenána na řádku tržby z prodeje výrobků a služeb.

Výsledek hospodaření po zdanění byl v průběhu 2013 až 2017 kolísavý. V prvním roce Společnost musela odepsat pohledávky za svojí dceřinou společností, která se zabývala chovem prasat. Tato činnost byla ukončena, avšak odepsání nedobytných pohledávek mělo negativní vliv na výsledek hospodaření v roce 2013.

Čistý obrat vykazoval od roku 2014 klesající tendenci. Tento trend lze vysvětlit třemi příčinami, a sice pozvolnou redukcí mléčného skotu, mírným poklesem obhospodařované pudy a poklesem postupování pohledávek.

Mimo tři zmíněné události jsou položky ve výkazu zisku a ztráty z roku 2013 ovlivněny ukončením výroby v dceřiné společnosti MORAVAN, a.s. masná výroba s.r.o.

7.4 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů dává do poměru účetní položky, díky čemuž analytik může lépe zhodnotit finanční situaci konkrétní společnosti. V praxi se používají poměrové ukazatele, které se zabývají například ziskovostí, zadlužeností, aktivitou a likviditou. Pro účely analýzy investiční příležitosti je vhodné srovnat Společnost MORAVAN, a.s. s průměrnými hodnotami v odvětví. Pro srovnání byl použit rok 2016, protože pro Společnost v roce 2017 neprodala část zásob, a tudíž jsou některé ukazatele zkreslené.

Tab. 18 Poměrové ukazatele společnosti MORAVAN, a.s.

	2013	2014	2015	2016	2017	Odvětví 2016
RENTABILITA						
ROE	0%	10,7%	0%	11,0%	0%	5,67%
ROA	0%	1,6%	0%	1,5%	0%	1,40%
EBIT marže	0%	15,9%	7,1%	16,4%	14,4%	17,24%
DLOUH.FIN.STABILITA						
Kvóta vlastního kapitálu	4%	15%	13%	14%	14%	79%
Celková zadluženost	96%	85%	87%	85%	86%	21%
Krytí DM VK	10,72	3,72	4,24	4,10	4,35	-
Úrokové krytí	-1,2	1,4	0,8	1,8	1,3	-
LIVKIDITA						
BL 3.stupně	1,39	1,41	0,94	1,14	0,95	3,67
PL 2.stupně	0,60	0,73	0,59	0,69	0,47	2,73
Pracovní kapitál	56 886	33 356	-8 120	14 413	-6 667	-
AKTIVITA						
Obchodní přebytek (dny)	193	77	225	127	359	-
Doba obratu pohledávek (dny)	284	203	321	277	323	-
Doba obratu závazků (dny)	477	280	546	404	682	-
Doba obratu zásob (dny)	206	190	192	180	313	-

Zdroj: výroční zprávy MORAVAN, a.s.; Ministerstvo průmyslu a obchodu

ROE, rentabilita vlastního kapitálu v průběhu 2013 až 2017 kolísala. Společnost dosáhla nulové rentability v letech 2013, 2015 a 2017, přičemž v prvním roce musela odepsat pohledávky za dceřinou společností, která se zabývala chovem prasat. Tato činnost

byla ukončena, avšak odepsání nedobytných pohledávek mělo negativní vliv na výsledek hospodaření v roce 2013. Na rentabilitu vlastního kapitálu v roce 2015 mělo vliv nepříznivé počasí, kvůli kterému klesla výnosnost některých plodin nejen u Společnosti, ale i v odvětví. Pokles výnosnosti byl zaznamenán například v plodin ječmen jarní, cukrová řepa a kukuřice siláž. Viz analýza rostlinné produkce, tabulka č. 6. V roce 2017 Společnost realizovala účetní ztrátu -199 tis. Kč. Nicméně tato ztráta byla vyvolána tím, že Společnost neprodala část rostlinné produkce (cca 9 mil. Kč). Zásoby neprodala zejména kvůli nepříznivým výkupním cenám na trhu zemědělských komodit. Z toho důvodu mohou být v roce některé ukazatele zkreslené. Společnost v letech 2014 a 2016 dosáhla rentability vlastního kapitálu na úrovni cca 11 %.

Rentabilita aktiv dosahovala v průběhu 2013 až 2017 nízkých hodnot, v roce 2016 se pohybovala na 1,5 %. EBIT marže se v průběhu let 2014 až 2017 kolísala v rozmezí 7,1 % až 16,4 %.

Celková zadluženost Společnosti se snížila z 96 % v roce 2013 na 86 % v roce 2017. Vysoká zadluženost v prvním roce analyzovaného období souvisí s odepsáním pohledávky Společnosti za její dceřinou společností. Společnost v roce 2016 oproti odvětví dosahuje větší zadluženosti

Úrokové krytí značí schopnost Společnosti splácet z provozního výsledku hospodaření úrokové náklady. Společnost z provozního zisku v roce 2014 generovala příjem, který by stačil na pokrytí 1,4 násobku nákladových úroků. V roce 2016 to bylo 1,8. Nicméně v ostatních letech Společnost generovala menší provozní zisk, důvody jsou vysvětleny v odstavci rentabilita vlastního kapitálu.

Společnost udržuje svoji likviditu na nízké úrovni, což lze vidět i na nízkých hodnotách v aktivech, konkrétně na položce krátkodobé peněžní prostředky. Obchodní přebytek je rozdíl mezi dobou obratu pohledávek a závazků. Společnost v celém evidovala obchodní přebytek, to znamená, že obchodní partneři Společnost z části financují.

7.5 Souhrnný model finančního zdraví Společnosti

V rámci Kralickova Quicktestu se na základě soustav čtyř rovnic převedených do bodového hodnocení vyhodnocuje nejen finanční zdraví, ale i výkonnost daného podniku. Prostým aritmetickým průměrem se následně analyzuje celková ekonomická situace společnosti (Růčková 2015).

Tab. 19 Kralickuv test a jeho vyhodnocení

Kralickuv test	2013	2014	2015	2016	2017
Kvóta vlastního kapitálu	4 %	15,1%	12,7%	14,1%	13,6%
Rentabilita celkového kapitálu	0 %	2%	0 %	1,6%	0 %
Provozní Cash flow z tržeb	-53 %	38%	60%	-3 %	60 %
Doba splacení dluhů v letech	-5,73	5,47	4,43	-82,21	6,15
Vyhodnocení	1	2	3	4	5
Kvóta vlastního kapitálu	>30%	>20%	>10%	>0%	negativní
Rentabilita celkového kapitálu	> 15%	> 12%	> 8%	> 0%	negativní
Provozní Cash flow z tržeb	>10%	> 8%	> 5%	> 0%	negativní
Doba splacení dluhů v letech	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let

Kvóta vlastního kapitálu se vyjma prvního roku pohybovala nad hranicí 13 %, což podle Kralickova testu značí průměrnou hodnotu.

Rentabilita celkového kapitálu se v letech 2013, 2015 a 2017 pohybovala na nulových hodnotách. Rok 2013 byl zlomový, Společnost vytvořila ztrátu v hodnotě 54 mil. Kč z jatečného chovu prasat. Ve zmíněném roce byla změněna strategie Společnosti a ztrátová činnost byla zrušena. Přičemž Společnosti začala vyvíjet více aktivity v rostlinné produkci. Ztráta měla negativní vliv na firmu, což lze spatřit i ve finančních výkazech, a to v podobě nulového zhodnocení vlastního kapitálu, provozního cash flow, anebo doby splacení dluhů. Nicméně, v roce 2013 do Společnosti vstoupila kapitálově silná investiční skupina Unicapital, a.s., díky níž má Společnost mimo jiné lepší vyjednávací pozici se svými věřiteli.

Provozní cash flow z tržeb se v letech 2014, 2015 a 2017 pohybuje vysoce nad 10 %, což je podle Kralickova testu v dané oblasti nejlepší možný výsledek. Provozní cash flow bylo v roce 2016 záporné, a to zejména kvůli splacení obchodních závazků z provozní činnosti a zvýšené potřebě pracovního kapitálu v tomto roce. Proces výroby v zemědělství může být delší než fiskální rok, a proto některé ukazatele, v tomto případě pracovní kapitál a obchodní závazky, mohou na úkor sousedního roku nabývat výraznějších změn.

Podle ukazatele **Doby splacení dluhů** Společnost dosáhla ekonomických výsledků, že za podmínky ceteris paribus by své dluhy splatila za méně než 5 let. Doba splacení dluhů se pohybuje mírně nad hranicí 5 let v roce 2014 a 2017. V ostatních letech, tedy 2013 a 2016, firma realizovala účetní ztrátu.

7.6 Závěry z finanční analýzy

Na základě analýzy finančních výkazů lze konstatovat následující. Společnost v roce 2013 realizovala významnou změnu ve výrobní činnosti, a sice ukončila ztrátovou výrobu chovu jatečného skotu a navíc musela odepsat část pohledávek. Tato negativní aktivita i záporný výsledek hospodaření se nepříznivě promítly do finančního zdraví Společnosti. V kapitole 7.5 souhrnný model finančního zdraví můžeme vidět, že Společnost byla podle Kralickova testu v některých letech ohrožena bankrotem, a to zejména kvůli vysokému zadlužení a vytvoření záporného výsledku hospodaření.

Zde je vhodné podotknout, že Společnost omezila ztrátové činnosti, redukovala osobní náklady, a navíc do Společnosti v roce 2015 vstoupila kapitálově silná investiční skupina UNICAPITAL, a.s.

Společnost, jak je zmíněno ve strategické analýze, se snaží diverzifikovat své příjmy. Tržby jsou generovány nejen rostlinné produkce, ale i z přidružených služeb, které jako jsou nabízeny okolním zemědělcům. Jedná se například o pronájem strojů či posklizňovou úpravu plodin.

Při vytvoření závěru z finanční analýzy autor práce zvážil i faktory zmíněné v přechozích odstavcích, a potvrzuje dlouhodobé fungování Společnosti neboli going concern.

8 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty je možné charakterizovat jako uskupení několika podnikohospodářských veličin, které determinují tržní hodnotu podniku. Generátory hodnoty slouží jako základní stavení kámen pro sestavení finančního plánu. Mezi základní veličiny generátorů hodnoty patří:

- Tržby a jejich růst
- Marže provozního zisku
- Investice do pracovního kapitálu
- Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku
- Míra výnosnosti alternativních investičních příležitostí
- Způsob financování
- Doba existence podniku

Analýza výše zmíněných generátorů je nutná pro korektní projekci budoucích peněžních toků, ze kterých posléze vychází i samotné ocenění Společnosti (Mařík 2011).

Rozdělení aktiv Společnosti. Po zkoumání výročních zpráv Společnosti Moravan, a.s. a také po zralé úvaze autor práce nenašel žádná významná neprovozní aktiva. Zde je možné podotknout, že Společnost vlastní pozemky v účetní hodnotě 83 mil. Kč. Jedná se zejména o ornou půdu, na které Moravan, a.s. hospodaří, celková výměra půdy držená ve vlastnictví Společnosti činí 463 ha. Autor nepovažuje za vhodné rozdělit majetek společnosti a vyčlenit z něho pozemky, a i proto je ve Společnosti pouze provozně nutný investovaný kapitál.

8.1 Tržby

Tab. 20 Historický vývoj tržeb Společnosti

	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za výrobky a zboží (tis. Kč)	110 881	105 513	91 558	92 253	65 473
Tempo růstu		-4,8%	-13,2%	0,8%	-29,0%

Zdroj: Výroční zprávy MORAVAN, a.s.

Vývoj tržeb v letech 2013 až 2017 je podle tabulky č. 20 jednoznačně klesající. To je na první pohled negativní, avšak při hlubším zkoumání historie Společnosti MORAVAN, a.s. zjistíme, že zmíněný pokles byl zapříčiněn dvěma událostmi. Ty mají racionální vysvětlení a dle autora práce nejsou tak negativní jak se může jevit na první pohled.

První změna nastala v roce 2013, kdy Společnost ukončila ztrátový chov prasat. I přestože klesaly tržby, relativně více se snížila výkonová spotřeba, což má v konečném

důsledku pozitivní dopad na budoucí přidanou hodnotu Společnosti. Viz kapitola 7.3 analýza výkazu zisku a ztráty a tabulka č. 17

Druhý zdánlivě významný pokles tržeb nastal v roce 2017. Při podrobnější analýze této situace zjistíme, že Společnost kvůli nepříznivým cenám na trhu zemědělských komodit neprodala část své produkce (cca 9 mil. Kč). To lze vypořádat i v rozvaze z roku 2017, kdy došlo k navýšení zásob na skladě.

Tab. 21 Prognóza tržeb

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2.fáze
Tržby za výrobky a zboží (tis. Kč)	92 253	65 473	98 917	97 619	100 378	103 137	105 896	108 014
Tempo růstu			7,22%	-1,31%	2,83%	2,75%	2,68%	2,0%

Zdroj: výroční zprávy MORAVAN, a.s.

Prognóza tržeb Společnosti vychází ze strategické analýzy. V této části byl vymezen relevantní trh o velikosti 694 podobných firem. A následně byly analyzovány tržby těchto podniků od 2009 do 2017. Na základě historického vývoje byla pomocí lineární regrese vypočtena budoucí tempa růstu tržeb relevantního trhu. Tyto tempa růstu jsou vztažena k předpovědi tržeb společnosti MORAVAN, a.s. v období 2018 až 2022. Vzhledem k tomu, že relevantní trh obsahuje velké množství firem a z konkurenční analýzy vyšlo, že MORAVAN, a.s. dosahuje podobných výkonnostních hodnot jako průměrný podnik v odvětví, proto v práci není předpokládána změna tržního podílu Společnosti na tržbách v relevantním trhu.

Tempa růstu tržeb Společnosti jsou zobrazeny v tabulce číslo 21. Společnost v roce 2017 evidovala pokles tržeb, nicméně ten byl vyvolán tím, že nebyla prodána část zásob, přičemž k samotnému prodeji dojde v dalším roce. To znamená, že rok 2017 byl pro Společnost nestandardní, a proto prognóza tržeb Společnosti pro 2018 vychází z roku 2016. V roce 2018 dojde k navýšení tržeb o 7,22 %. V dalším období nastane mírný pokles tržeb a od roku 2020 do 2022 je naplánovaný nominální růst v rozmezí 2,68 až 2,83 %.

Prognóza tržeb je vypočtena v jedné variantě, přičemž meziroční růst je vyjádřen v nominální hodnotě. Druhá fáze začíná 1. ledna 2023, což je vzdálené období, a proto je v této fázi naplánovaný konzervativní roční růst v podobě 2 %. Toto číslo je obecně považováno za dlouhodobý inflační cíl České národní banky.

8.2 Provozní zisková marže

Dle Maříka 2011 je zisková marže druhým nejdůležitějším generátorem hodnoty. I kvůli tomu je v práci zisková marže vypočtena dvěma postupy. Jedná se o prognózy „zdola“ a „shora“. Tabulka s historickou ziskovou marží za období 2013 až 2017 je uvedena v příloze práce.

Tab. 22 Prognóza ziskové marže „zdola“

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Výkonová spotřeba	62 897	59 501	65 605	64 735	66 087	67 921	69 756
Podíl	69%	67,2%	67,0%	67,0%	66,5%	66,5%	66,5%
Osobní náklady	20 317	21 158	23 500	23 189	24 845	25 534	27 273
Podíl	22,2%	23,9%	24,0%	24,0%	25,0%	25,0%	26,0%
Ostatní provozní náklady	25 895	21 052	27 417	27 053	27 826	28 598	29 371
Podíl	28,3%	23,8%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Ostatní provozní výnosy	45 943	37 800	49 448	48 793	51 180	53 111	54 546
Podíl	50,3%	42,7%	50,50%	50,50%	51,50%	52,00%	52,00%
Tržby z prodeje Dl. majetku	10 403	10 611	4 390	4 390	4 390	4 390	4 390
Podíl	11,4%	12,0%	4,5%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
Zůstatková cena Dl. majetku	7 904	10 493	7 904	7 904	7 904	7 904	7 904
Výnosové úroky	199	0	0	0	0	0	0
KPVH před daní	25 938	24 479	27 330	26 921	28 287	29 681	29 528
Zisková marže zdola	28,38%	27,66%	27,91%	27,86%	28,46%	29,06%	28,15%

$$\text{KPVH} = \text{tržby} - \text{náklady} + \text{zůstatková cena dl. majetku}$$

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{KPVH}}{\text{tržby}}$$

Zde je v krátkosti nastíněn postup při prognóze ziskové marže „zdola“: je třeba předpovědět hlavní provozní nákladové položky a ostatní tržby. Mezi nejdůležitější položky na straně nákladů patří výkonová spotřeba a osobní náklady. Všechny položky mohou být prognózovány ve formě podílu z tržeb. Odhad je dále doplněn o méně významné nákladové, ale i výnosové položky. Poté vypočítáme korigovaný provozní zisk jako rozdíl provozních výnosů a nákladů. Z výsledného zisku a tržeb se dopočítá zisková marže „zdola“ (Mařík 2011).

Jednotlivé položky v tabulce č. 22 byly vypočítány jako relativní podíl z prognózy tržeb Společnosti.

Podíl **výkonové spotřeby** na tržbách se v letech 2018 až 2022 bude mírně snižovat. Společnost klade důraz na optimalizaci nákladů. V roce 2017 zavedla do některých zemědělských vozidel GPS sledování, což se pozitivně projevilo ve spotřebě pohonných hmot. Společnost postupem času modernizuje strojový park, což bude mít také pozitivní vliv na výkonovou spotřebu.

Osobní náklady v první fázi porostou v relativním i absolutním vyjádření. Z makroekonomické predikce Ministerstva financí, která je uvedena v kapitole č. 3, vyplývá, že situace na trhu práce bude v krátkodobém období tlačit na růst mezd. Co se týče lokálního trhu práce, v okolních oblastech kde hospodaří společnost MORAVAN, a.s. probíhá výstavba skladových areálů. Což dle autora práce může z dlouhodobého hlediska zvyšovat poptávku po práci, a to v konečném důsledku bude tlačit na růst osobních nákladů Společnosti.

Ostatní provozní náklady se skládají zejména z položek zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a jiných provozních nákladů. Do jiných provozních nákladů patří zejména postoupení pohledávek. Jde například o situaci, kdy Společnosti vznikne závazek za hnojiva, ty poté použije na vypěstování cukrové řepy. Výsledný produkt je prodán cukrovaru, který si započte závazek vůči MORAVANu, a.s. s pohledávkou za společností dodávající hnojiva. Postoupení pohledávek se účtuje nejen do jiných provozních nákladů, ale i do jiných provozních výnosů, takže v konečném důsledku tato operace nemá vliv na výsledek hospodaření. Mimo to Společnost neeviduje pohledávky po splatnosti.

Ostatní provozní výnosy se skládají ze tří položek. První, dotace generují cca 18 mil. Kč ročně, a to v závislosti na zemědělské půdě a výši stanovené dotace. Druhou část ostatních provozních výnosů představují tržby z prodeje dlouhodobého majetku. Společnost začala od roku března 2017 prodávat o 6 měsíců starší vysoko březí jalovice, což mělo dopady i do účtování majetku. Dle účetnictví se nově vysoko březí jalovice evidují do dlouhodobého majetku. Díky této skutečnosti ostatní provozní výnosy v letech 2018 až 2022 (tj. v první fázi) porostou. Třetí položkou je postoupení pohledávek, vysvětlení je uvedeno v přechodném odstavci.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku jsou plánovány na úrovni 4,4 mil. Kč. Růst tržeb z prodeje vysoko březích jalovic je zohledněn v agregované podobě společně s ostatními provozními výnosy.

Tržby z prodeje materiálu tvoří marginální část výkazu zisku a ztráty. Úroveň této položky byla stanovena odborným odhadem na 1,5 mil. Kč pro první fázi.

Zůstatková cena prodaného materiálu tvoří taktéž marginální část, a proto je pro účely první fáze počítáno s hodnotou cca 1,6 mil. Kč.

Společnost neeviduje žádné finanční cenné papíry, ze kterých by obdržela **výnosové úroky**, a proto jsou v tomto řádku nulové hodnoty.

Tab. 23 Prognóza provozní ziskové marže „shora“

Zisková marže shora	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Provozní VH	15 132	9 417	14 264	13 641	14 232	15 626	15 174
Tržby z prodeje DM	10 403	10 611	4 390	4 390	4 390	4 390	4 390
ZC prodaného DM	7 904	10 493	7 904	7 904	7 904	7 904	7 904
Výnosové úroky	199	0	0	0	0	0	0
Odpisy DM	13 106	15 180	16 580	16 794	17 569	17 569	17 869
KPVH před daněmi	25 938	24 479	27 330	26 921	28 287	29 681	29 528
Zisková marže shora	28,38%	27,66%	27,91%	27,86%	28,46%	29,06%	28,15%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti MORAVAN, a.s.

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{KPVH}}{\text{tržby}}$$

Prognózu ziskové marže získáme tím, že vypočteme korigovaný provozní výsledek hospodaření a z něho odvozenou ziskovou marží v procentním vyjádření. Minulou ziskovou marží a faktory, které na ni působí, podrobíme analýze, a to především s ohledem na **konkurenční pozici podniku**. Výsledky analýzy poskytují vodítka pro odhad budoucí ziskové marže. V posledním kroku dopočteme korigovaný provozní výsledek hospodaření jako součin již dříve na prognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže (Mařík 2011).

Na budoucí ziskovou marží působí mnoho faktorů, ty lze souhrnně pojmenovat jako konkurenční pozici podniku. Tyto faktory byly analyzovány v kapitole 6.1.3 konkurenční síla. Celkové hodnocení Společnosti oproti konkurenci vychází na **53 %**. To značí, že Společnost je mírně lepší než průměrný agronomický podnik na území Česka.

Zisková marže byla stanovena na základě historického vývoje veličiny a s ohledem na konkurenční pozici Společnosti MORAVAN, a.s. Výsledné hodnoty jsou zobrazeny v tabulce č. 23. Na závěr je vhodné připomenout, že hodnoty na konci první fáze, tedy v roce 2022, jsou stabilizované a plynule na ně navazuje druhá fáze.

8.3 Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

Pracovní kapitál jak ho chápeme v rámci běžné finanční analýzy je pro účely plánování a následného ocenění vhodné modifikovat. Od oběžných aktiv odečítáme pouze **krátkodobý úročený** cizí kapitál. Kritériem tedy není pouze doba splatnosti kapitálu, ale i to, jestli jsme na ně schopni explicitně stanovit náklady. Pro přehlednost je uveden vzorec výpočtu (Mařík 2011).

- + zásoby
- + pohledávky
- neúročené závazky
- + časové rozlišení aktivní
- časové rozlišení pasivní
- = pracovní kapitál

Pracovní kapitál v první fázi je vypočten na základě doby obratu jednotlivých položek. To znamená, že každá položka vstupující do pracovního kapitálu byla vztažena k tržbám a zároveň vydělena 365 dny. To umožňuje jednotlivé složky naplánovat s ohledem na rostoucí tržby a faktory, které ovlivňují dobu obratu. Pro tyto účely byl použit následující vzorec:

$$\text{Doba obratu} = (\text{Položka pracovního kapitálu/tržby})/365$$

Tab. 24 Doba obratu provozně nutného pracovního kapitálu

Doba obratu	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doba obratu zásob	180	313	180	180	180	180	180
Doba obratu materiálu	15	12	15	15	15	15	15
Doba obratu nedokončená výroba	79	106	79	79	79	79	79
Doba obratu výrobků	39	102	39	39	39	39	39
Doba obratu mladých zvířat	47	94	47	47	47	47	47
Krátkodobé pohledávky	277	323	277	277	277	277	277
Pohledávky z obchodních vztahů (krátk.)	200	277	200	200	200	200	200
Pohledávky - ostatní	77	46	77	77	77	77	77
Krátkodobé závazky	404	682	404	404	404	404	404

Autor práce neshledal významné faktory pro změnu doby obratu pracovního kapitálu. Vypěstování rostlinné produkce má určitou časovou náročnost, a proto je doba obratu zásob povětšinou ponechána na historických hodnotách.

Doba obratu zásob v roce 2017 oproti minulému roku výrazně narostla, Společnost k datu 31.12.2017 neprodala část svých zásob, což lze vidět nejen v nárůstu ukazatele doby obratu, ale i v rozvaze Společnosti. Naskladněné zásoby budou prodány již v roce 2018.

Doba obratu materiálu, nedokončené výroby a výrobků byla ponechána na úrovni z roku 2016.

Mladá zvířata zůstala ke konci účetního období 2017 v majetku MORAVANu, a.s., nicméně v roce 2018 mladá zvířata dorostou do požadovaného stáří, a poté se prodají okolním farmám. Tím dojde ke snížení stavu této položky. Průměrná doba obratu mladých zvířat v období 2018 až 2022 je ponechána na úrovni z roku 2016, tj. 47 dnů.

Z historie je patrné, že Společnost dokázala inkasovat příjmy z pohledávek dříve, než platit své závazky. **Krátkodobé pohledávky i závazky** byly ponechány na úrovni z roku 2016.

Tab. 25 Absolutní vyjádření provozně nutného kapitálu

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby	45 409	56 141	48 781	50 200	51 619	53 037	54 456
Materiál	3 871	2 110	4 065	4 183	4 302	4 420	4 538
Nedokončená výroba	19 875	19 000	21 409	22 032	22 655	23 278	23 900
Výrobky	9 885	18 370	10 569	10 877	11 184	11 491	11 799
Mladá zvířata	11 778	16 786	12 737	13 108	13 478	13 849	14 219
Krátkodobé pohledávky	70 038	57 943	75 069	77 252	79 435	81 619	83 802
Krátkodobé závazky	102 011	122 297	109 487	112 671	115 855	119 040	122 224
Časové rozlišení aktivní	791	325	325	325	325	325	325
Časové rozlišení pasivní	1 282	1 089	1 089	1 089	1 089	1 089	1 089
Provozně nutný PK	12 945	-8 977	13 599	14 017	14 435	14 853	15 270

Tabulka č. 25 zobrazuje absolutní hodnoty oběžných aktiv, krátkodobých závazků a časového rozlišení. Doba obratu těchto položek se výrazně neměnila, a proto jejich růst je odvozen z prognózovaných tržeb Společnosti.

Provozně nutný pracovní kapitál se v letech 2018 až 2022 pohybuje na stabilní úrovni, tj v rozmezí 13,6 až 15,3 mil. Kč.

8.4 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Tab. 26 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

(v tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Prognóza tržeb	92 253	65 473	98 917	101 794	104 671	107 548	110 425
Dlouhodobý hm. majetek	159 328	167 951	178 968	180 468	191 968	194 468	197 468
Pozemky	82 851	83 480	87 480	87 480	90 480	92 480	93 980
Stavby	47 144	52 461	52 461	52 461	55 461	55 461	55 461
Samostatné movité věci	28 437	31 459	38 459	39 959	45 459	45 959	47 459
Dospělá zvířata	568	370	568	568	568	568	568
Odpisy dl. hm. majetku	13 106	15 180	16 580	16 794	17 569	17 569	17 869

Dlouhodobý majetek má v letech 2018 až 2022 rostoucí trend.

Společnost plánuje podle jejich možností a situaci na trhu s půdou investovat do **pozemků**. Investovat se bude především do nákupu menší půdy, která vhodně doplní již obhospodařované pozemky. Během pěti let Společnost plánuje proinvestovat 10,5 mil. Kč, to při dnešních cenách představuje cca 42 ha půdy.

Společnost bude v roce 2020 investovat 3 mil. Kč do rozšíření stávajícího skladiště pro rostlinnou a další produkci.

Vedení Společnosti MORAVAN, a.s. bude v první fázi výrazně investovat do **samostatných movitých věcí**. Mimo běžné investice jsou v plánu dvě velké. Společnost v roce 2018 nakoupí nákladní vůz značky Tatra, pomocí něhož bude poskytovat pro okolní ze-

mědělce dělenou dopravu. Velká kapacita tatry umožňuje efektivním způsobem přepravit i na vzdálenější pole živočišný odpad z bioplynových stanic. Jedná se o situaci, kdy dochází k maximálnímu využití bioplynových zařízení, přičemž daná společnost také ušetří náklady na nákupu syntetických hnojiv. Pomocí tatry lze přepravovat i jiné materiály. Investice jsou dále plánovány do nákupu nové linky, což umožní poskytovat další služby okolním zemědělcům. Linka bude sloužit na posklizňové úpravy zemědělských plodin. To Společnosti umožní tržby nejen navyšovat, ale i stabilizovat. Zejména díky tomu, že příjmy Společnosti budou pocházet i z aktivit mimo rostlinnou prvovýrobu.

Položka **dospělá zvířata** je v poměru k ostatnímu dlouhodobému majetku marginální, a proto je její úroveň ponechána na historických hodnotách.

Odpisy dlouhodobého majetku jsou zobrazeny v níže uvedené tabulce. Mimo to Společnost investuje na úrovni vyřazení staré majetku.

Tab. 27 Plánované investice do dlouhodobého majetku

	tis. Kč	Doba odpisování	Roční odpis tis. Kč	Rok zařazení
Nákladní automobil Tatra	7 000	5	1 400	2018
Posklizňová linka	5 000	7	714	2020
Menší investice do techniky	1 500	7	214	2019
Stavby	3 000	50	60	2020
Zemědělské technika	1 500	5	300	2022

8.5 Financování

Tab. 28 Struktura financování

(tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bankovní úvěry dlouhodobé*	95 191	85 199	71 104	69 104	68 104	67 104	66 104	65 104
Splátka (na konci roku)	32 998	9 992	14 095	2 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Nový úvěr (na konci roku)	0	0	0	0	0	0	0	0
Úroky	5 040	4 026	3 467	3 265	3 218	3 171	3 124	3 076
Bankovní úvěry krátkodobé*	67 534	68 823	64 732	64 732	64 732	64 732	64 732	64 732
Splátka (na konci roku)			4 091					
Nový úvěr (na konci roku)	26 261	1 289	0		0			
Úroky	3 576	3 252	3 156	3 059	3 059	3 059	3 059	3 059
Úvěry za ovládající osobou *	33 066	50 203	52 839	52 839	52 839	60 839	60 839	60 839
Splátka (na konci roku)				0		0		
Nový úvěr (na konci roku)	20 042	17 137	2 636	0	0	8 000		0
Úroky	1 209	2 570	2 666	2 666	2 666	3 070	3 070	3 070

Zdroj: Výroční zprávy společnosti MORAVAN, a.s.

Společnost plánuje splácet jistinu z dlouhodobého bankovního úvěru, a to podle uvedeného schématu v tabulce č. 28. Aktuální sazba z dlouhodobých i krátkodobých ban-

kovních úvěrů činí 4,7 %. Krátkodobý bankovní úvěr bude v první fázi splácet jen naběhlé úroky, a proto je hodnota tohoto úvěru ponechána bez změny.

Úvěry za ovládající osobou se v roce 2020 navýší o 8 mil. Kč. Mateřská společnost UNICAPITAL, a.s. poskytne finanční prostředky na nákup linky na pro zpracování zemědělských plodin a na investici do pozemků v hodnotě 3 mil. Kč.

8.6 Vyhodnocení generátorů hodnoty

Kapitola generátory hodnoty měla za cíl analyzovat faktory, jež určují hodnotu Společnosti. Generátory hodnoty slouží jako základní stavební kámen pro sestavení finančního plánu, tudíž prostupují do výkazu zisku a ztráty, rozvahy i cashflow. Generátory hodnoty jsou naplánovány na období první fáze, tedy od 2018 až 2022.

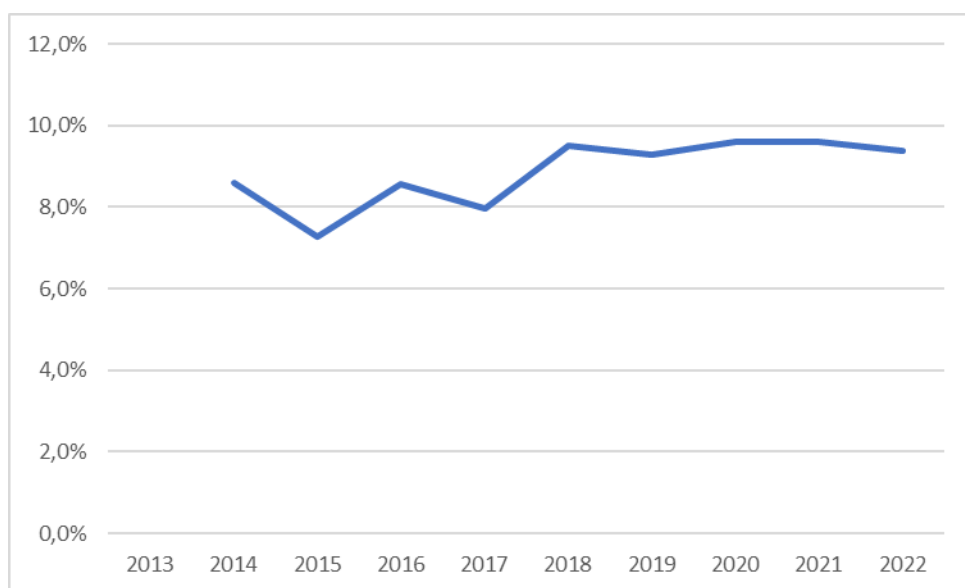
Tab. 29 Provozně nutný investovaný kapitál

	2013	2014	2015	2016	2017
Provozně nutný dlouhodobý majetek	150 045	147 473	152 311	159 328	167 951
Provozně nutný pracovní kapitál	100 405	79 481	93 172	90 170	65 378
Provozně nutný investovaný kapitál	250 450	226 954	245 483	249 498	233 329
KPVH po dani	5 666	21 543	16 486	21 010	19 828

	2018	2019	2020	2021	2022
Provozně nutný dlouhodobý majetek	178 968	180 468	191 968	194 468	197 468
Provozně nutný pracovní kapitál	56 036	58 234	58 667	60 322	61 131
Provozně nutný investovaný kapitál	235 004	238 702	250 635	254 790	258 599
KPVH po dani	22 137	21 806	22 912	24 041	23 918

Zdroj: Výroční zprávy společnosti MORAVAN, a.s.

Ve společnosti nebyla nalezena žádná neprovozní aktiva, a proto se provozně nutný investovaný kapitál skládá z dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Jejich hodnoty můžeme vidět v tabulce č. 29.



Obr. 9 Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

Na obrázku č. 9 je znázorněna rentabilita korigovaného zisku po dani (KPVH) a provozně nutného investovaného kapitálu. Tento ukazatel je do roku 2017 vypočten z historických hodnot, období 2018 až 2022 vychází z finančního plánu, potažmo z generátorů hodnoty.

9 Finanční plán

Kompletní finanční plán zahrnuje zpracování účetních výkazů v rozsahu rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu peněžních toků. Důležitou součástí je také analýza a prognóza generátorů hodnoty. Z výše uvedených podkladů pak oceňovatel sestaví finanční plán (Hálek 2009).

Nyní budou popsány předpoklady pro sestavení finančního plánu a ocenění Společnosti. K datu ocenění je podle platné legislativy České republiky sazba z příjmů právnických osob 19 %. S touto úrovní je kalkulováno i v dalších letech. V ocenění jsou používána data v běžných cenách (tzn. zohlednění jak nominálního, tak i inflačního vývoje dohromady).

V rámci inflace je pro účely předpovědi počítáno s ukazateli v běžných cenách. Očekávaná inflace v České republice je založena na prognóze ČNB, případně dalších institucí. Nicméně předpověď v sobě nezahrnuje potencionální změny v tržní poptávce, které se mohou projevit v podmínkách neočekávaně vysoké inflace.

Ve finančním plánu není počítáno s vyplácením dividend akcionářům. Finanční plán a následné ocenění Společnosti je provedeno za předpokladu „going concern“ (dlouhodobé perspektivy Společnosti). Společnost je oceněna na bázi stand alone, tedy autor práce v ocenění nezohledňuje přímé ani nepřímé synergie.

Období finančního plánu pro 1. fázi bylo zvoleno od 1. 1. 2018 do 31. 12. 2022. Od 1. 1. 2023 je odhadnuta pokračující hodnota, tzv. 2. fáze Společnosti.

9.1 Plánovaná rozvaha

Tab. 30 Plánovaná rozvaha aktiva

(tis. Kč)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aktiva celkem	276 543	283 906	285 199	290 316	303 668	309 249	314 503
Dlouhodobý majetek	159 328	167 951	178 968	180 468	191 968	194 468	197 468
DHM	159 295	167 941	178 968	180 468	191 968	194 468	197 468
Pozemky	82 851	83 480	87 480	87 480	90 480	92 480	93 980
Stavby	47 144	52 461	52 461	52 461	55 461	55 461	55 461
Hmotné movité věci	28 437	31 459	38 459	39 959	45 459	45 959	47 459
Dospělá zvířata	568	370	568	568	568	568	568
DFM	0	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	116 424	115 630	105 906	109 523	111 375	114 456	116 710
Zásoby	45 409	56 141	48 781	50 200	51 619	53 037	54 456
Materiál	3 871	2 110	4 065	4 183	4 302	4 420	4 538
Nedokončená výroba	19 875	19 000	21 409	22 032	22 655	23 278	23 900
Výrobky	9 885	18 370	10 569	10 877	11 184	11 491	11 799
Mladá zvířata	11 778	16 786	12 737	13 108	13 478	13 849	14 219
Krátkodobé pohledávky	70 038	57 943	57 125	59 323	59 756	61 419	62 254
Pohledávky z obchodních vztahů	50 514	49 734	54 201	55 778	57 354	58 930	60 507
Pohledávky ostatní	19 524	8 209	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky kr.	977	1 421	2 924	3 545	2 402	2 488	1 747
Časové rozlišení aktiv	791	325	325	325	325	325	325
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Pasiva Celkem	276 543	283 906	285 199	290 316	303 668	309 249	314 503
Vlastní kapitál	38 844	38 611	43 885	48 583	53 516	58 679	63 514
Základní kapitál	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Kapitálové fondy	598	613	613	613	613	613	613
Fondy ze zisku	42 110	740	740	740	740	740	740
VH minulých let	-108 140	-62 576	-62 742	-57 468	-52 770	-47 837	-42 674
VH běžného období	4 276	-166	5 274	4 698	4 933	5 163	4 835
Cizí zdroje	236 417	244 206	240 225	240 644	249 063	249 481	249 900
Dlouhodobé závazky	134 406	121 909	121 943	120 943	127 943	126 943	125 943
Závazky k úvěrovým institucím	85 199	71 104	69 104	68 104	67 104	66 104	65 104
Závazky ovládaná osoba	48 000	49 334	52 839	52 839	60 839	60 839	60 839
Krátkodobé závazky	102 011	122 297	118 282	119 701	121 120	122 538	123 957
Závazky k úvěrovým institucím	68 823	64 732	64 732	64 732	64 732	64 732	64 732
Závazky z obchodních vztahů	24 972	49 163	48 781	50 200	51 619	53 037	54 456
Závazky ovládaná osoba	2 203	3 505	0	0	0	0	0
Závazky ostatní	6 013	4 769	4 769	4 769	4 769	4 769	4 769
Časové rozlišení pasiv	1 282	1 089	1 089	1 089	1 089	1 089	1 089

Aktiva Společnosti mají v letech 2018 až 2022 rostoucí trend, v pětiletém období narostou o cca 30 mil. Kč. Růst bude vyvolán zejména investicemi do dlouhodobého majetku.

Společnost plánuje během let 2018 až 2022 investovat do **pozemků** cca 10 mil. Kč. Tyto investice budou směřovat do nákupu pozemků v blízkosti dosavadního hospodaření, čímž dojde k scelení některých pozemků.

Společnost bude investovat do **staveb** jen minimální prostředky. V roce 2020 se jedná o investici v řádu 3 mil. Kč. Tyto finanční prostředky poslouží k rekonstrukci kanceláří. Podstatnou část staveb tvoří sklady a jiné budovy, které mají dlouhou životnost a nepotřebují dodatečné investice. Ve skladech se skladují zejména zemědělské plodiny, přičemž kapacita těchto skladů bude stačit i pro větší objem rostlinné produkce.

Hmotné movité věci, v této kategorii Společnost plánuje dvě významné investice. Jedná se o nákup Tatry pro dělenou dopravu v roce 2018 a investici do linky na posklizňové zpracování zemědělských plodin v roce 2021 a 2022.

Společnost v historii neevidovala žádný **dlouhodobý finanční majetek**, ve finančním plánu s touto položkou nebylo kalkulováno.

Oběžná aktiva v první fázi mírně porostou. Úroveň oběžných aktiv se odvíjí z hodnoty této položky v roce 2016 a tempa růstu tržeb v letech 2018 až 2022.

Zásoby Společnosti vykazují rostoucí trend, tato položka je prognózována v souladu s nárůstem tržeb Společnosti.

Materiál tvoří méně podstatnou část zásob. Typickým příkladem jsou hnojiva, osiva, postřiky a další materiály, které ke konci roku nebyly spotřebovány.

Nedokončenou výrobu tvoří převážně rostlinná produkce. Její výrobní proces vyžaduje určitý čas a běžně překračuje konec fiskálního roku. Některé rostlinné plodiny mohou zůstat přes zimu v půdě, a proto jsou evidovány na účtu nedokončené výroby. Položka je prognózovaná v závislosti na růstu tržeb.

Společnost plánuje prodat část rostlinných **výrobků** z roku 2017 až v následujícím roce, jedná se o zásoby na skladě v souhrnné hodnotě cca 9 mil. Kč. Hodnota výrobků na skladě se bude postupně zvyšovat, a to z 10,8 mil. Kč v roce 2018 na 15,1 mil. Kč v roce 2022.

Hodnota mladých zvířat v roce 2018 poklesne, avšak od tohoto roku je plánován růst jejich postupný růst. Společnost chová vysoko březí jalovice a 6 měsíců po otelení je prodává jiným zemědělským podnikům. MORAVAN, a.s. plánuje i nadále pokračovat v této aktivitě.

Krátkodobé pohledávky v období 2018 až 2022 porostou. To lze vysvětlit nárůstem pohledávek z obchodních vztahů.

Pohledávky ostatní byly ve finančním plánu zohledněny do účetní položky pohledávky z obchodních vztahů. Tuto položku bude Společnost účtovat na řádek pohledávky z obchodních vztahů.

Peněžní prostředky krátkodobé jsou prognózovány na mírně vyšší úrovni než tomu bylo v historii, přestože Společnost v minulosti hospodařila s relativně malým objemem krátkodobých peněžních prostředků.

Časové rozlišení aktiv tvoří marginální část rozvahy, a proto hodnota této položky byla ponechána na úrovni z roku 2017.

Pasiva mají v letech 2018 až 2022 rostoucí trend. Růst pasiv je vyvolán kladným výsledkem hospodaření a nárůstem závazků k ovládané osobě.

Vlastní kapitál poroste v závislosti na výsledcích hospodaření běžného účetního období. Vlastní kapitál by měl vzrůst z 38,6 mil. Kč v roce 2017 na 63 mil. Kč v roce 2022.

Společnost eviduje **základní kapitál** ve výši 100 mil. Kč a neplánuje emitovat nové akcie, anebo jiným způsobem navyšovat základní kapitál. **Kapitálové fondy** jsou ponechány na úrovni z roku 2017. **Fondy ze zisku** jsou v plánu taktéž na stejné úrovni jako v roce 2017.

Výsledek hospodaření minulých let byl vygenerován prodělečným chovem prasat, přičemž tato aktivita byla ukončena v roce 2013. Společnost tuto ztrátu postupně snižuje pomocí kladných výsledků hospodaření v běžném období.

Výsledek hospodaření běžného období je ve všech letech první fáze kladný. Roční zisk po zdanění se pohybuje na úrovni 5 mil. Kč. Kladnému výsledku hospodaření přispějí nejen rozšiřovací investice, ale například i pěstování výnosově-stabilnějších plodin.

Cizí zdroje v první fázi se zvýší z 240 mil. Kč v 2018 na 250 mil. Kč v roce 2022. Dlouhodobé závazky k úvěrovým institucím bude MORAVAN, a.s. postupně splácet. Přičemž během pěti let dojde ke splacení jistiny o velikosti 9 mil. Kč.

Dlouhodobé závazky za ovládanou osobou vzrostou ze 49,3 mil. Kč v roce 2017 na 65,8 mil. Kč v roce 2022. Tyto zdroje budou sloužit na financování rozšiřovacích investic.

Krátkodobé závazky k úvěrovým institucím jsou dle plánu na stejné úrovni v roce 2017 i roce 2022.

Závazky z obchodních vztahů porostou s ohledem na vývoj tržeb Společnosti.

Krátkodobé závazky vůči ovládané osobě se splatí a Společnost v první fázi tyto závazky nebude navyšovat. Velikost **ostatních závazků** je ponechána na úrovni z roku 2017. Časové rozlišení pasiv tvoří marginální položku, v plánu jsou ponechané hodnoty z posledního známého roku.

9.2 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty je prognózován v agregované podobě. Stěžejní položky plánu vycházejí z předešlé kapitoly, a sice generátorů hodnoty.

Tab. 31 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	92 253	65 473	98 917	97 619	100 378	103 137	105 896
Výkonová spotřeba +	62 897	59 501	65 605	64 735	66 087	67 921	69 756
Spotřeba materiálu a energie	44 456	41 963					
Služby	18 441	17 538					
Změna stavu zásob vlastní činnosti	4 176	-12 619	4 500	4 500	4 500	4 500	4 500
Aktivace	-3 327	-10 416	-3 500	-3 500	-3 500	-3 500	-3 500
Osobní náklady	20 317	21 158	23 500	23 189	24 845	25 534	27 273
Mzdové náklady	15 187	15 699					
Náklady na sociální zab. a zdr. pojištění	5 130	5 459					
Sociální náklady	4 880	5 071					
Odpisy DNM a DHM	13 106	15 180	16 580	16 794	17 569	17 569	17 869
Změna stavu rezerv a OP	-1 449	0					
Ostatní provozní výnosy	45 943	37 800	49 448	48 793	51 180	53 111	54 546
Tržby z prodaného DM	10 403	10 611					
Tržby z prodaného materiálu	1 601	1 708					
Jiné provozní výnosy	33 939	25 481					
Ostatní provozní náklady	25 895	21 052	27 417	27 053	27 826	28 598	29 371
ZC cena prodaného Dl. majetku	7 904	10 493					
Zůstatková cena prodaného materiálu	1 503	1 630					
Daně a poplatky z provozní činnosti	763	649					
Jiné provozní náklady	15 725	8 280					
Provozní VH	15 132	9 417	14 264	13 641	14 232	15 626	15 174
Prodané cenné papíry podíly	0	0					
Výnosové úroky	199	0					
Nákladové úroky	8 484	7 520	8 990	8 943	9 299	9 252	9 205
Za ovládanou osobou	2 570	2 666					
Ostatní nákladové úroky		4 824					
Ostatní finanční výnosy	10	0					
Ostatní finanční náklady	1 374	1 799					
Finanční VH	-9 649	-9 318	-8 990	-8 943	-9 299	-9 252	-9 205
VH před zdaněním	5 483	99	5 274	4 698	4 933	6 374	5 969
Daň z příjmů za běžnou činnost	1 207	0	0	0	0	1 211	1 134
Výsledek hospodaření po zdanění	4 276	-166	5 274	4 698	4 933	5 163	4 835
Čistý obrat za účetní období	138 405	103 274	148 365	146 412	151 558	156 248	160 442

Zdroj: výroční zprávy společnosti MORAVAN, a.s

Tržby z prodeje výrobků a služeb vycházejí z kapitol 6.3 závěrečná prognóza tržeb Společnosti a kapitoly 8.1 tržby. Jako výchozí rok se považuje rok 2016. Prognóza v letech 2018 až 2022 počítá s meziročním růstem tržeb v podobě cca 3%. Pro druhou fázi je zvolen konzervativní růst v podobě 2 %.

Výkonová spotřeba je v první fázi plánu vyjádřena jako procentní podíl na budoucích tržbách, a to s ohledem na historickou náročnost výkonové spotřeby a zohlednění faktorů, jež na ni působí.

Změna stavu zásob vlastní činnosti a aktivace. Pro účely finančního plánu a ocenění jsou tyto dvě položky ponechány na úrovni z roku 2016. Nicméně zde je vhodné čtenáře upozornit, že hodnota těchto položek se v roce 2017 zvýšila, a to kvůli změně v účtování některých výnosů. Pro účely finančního plánu jsou budoucí hodnoty v letech 2018 a dále zohledněny v prognóze tržeb.

Osobní náklady v první fázi porostou zejména kvůli nárůstu mzdových nákladů. Z makroekonomické predikce Ministerstva financí, která je uvedena v kapitole 3 vyplývá, že situace na trhu práce bude v krátkodobém období tlačit na růst mezd. Co se týče lokálního trhu práce, v okolních oblastech kde hospodaří Společnost MORAVAN, a.s. probíhá výstavba skladových areálů. Což dle autora práce může z dlouhodobého hlediska zvyšovat poptávku po práci, a to v konečném důsledku může způsobit růst osobních nákladů Společnosti.

Odpisy v první fázi vzrostou z 15,2 mil. Kč v roce 2017 na 17,9 mil. Kč v roce 2022. Společnost plánuje investovat do nákladního automobilu Tatra a další zemědělské techniky. Bližší pohled na odpisy je uveden v kapitole 8.4 investice do provozně dlouhodobého majetku. Ve finančním plánu je předpokládáno, že Společnost při odepsání jejího majetku bude realizovat investice ve srovnatelné hodnotě.

Ostatní provozní náklady porostou z 21 mil. Kč v roce 2017 na 29,4 mil. Kč v roce 2022. Tato položka je tvořena zejména ze zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a jiných provozních nákladů. Do jiných provozních nákladů patří postoupení pohledávek. Jde o situaci kdy, Společnosti vznikne závazek například za hnojiva, které použije na vypěstování cukrové řepy. Výsledný produkt je prodán cukrovaru, který si započte závazek vůči MORAVANu, a.s. s pohledávkou za společností dodávající hnojiva. Postoupení pohledávek se účtuje nejen do jiných provozních nákladů, ale i do jiných provozních výnosů, takže v konečném důsledku tato operace nemá vliv na výsledek hospodaření. Mimo to Společnost neeviduje pohledávky po splatnosti.

Ostatní provozní výnosy jsou generovány z dotací a prodeje dlouhodobého majetku. Společnost každoročně obdrží unijní i státní dotace v celkové výši cca 18 mil. Kč. Plán předpokládá mírný nárůst těchto dotací, a to v závislosti na dotační politice a výši schválených přímých plateb na 1 ha půdy. Mírný nárůst dotací je také podpořen tím, že Společnost bude během 5 let investovat do nákupu pozemků cca 10 mil. Kč. Další významnou položkou jsou tržby z prodeje dlouhodobého majetku. Společnost od roku 2016 začala prodávat o 6 měsíců starší vysoko březí jalovice, a to mělo dopady do účtování majetku. Dle účetnictví se nově musí evidovat do dlouhodobého majetku.

Provozní výsledek hospodaření je podle finančního plánu v letech 2018 až 2022 stabilní, přičemž Společnost bude z provozu generovat cca 15 mil. Kč ročně.

Nákladové úroky v letech 2018 až 2022 mírně porostou. Společnost plánuje realizovat investice do zemědělské a strojové techniky. Mimo to bude investovat do pozemků.

Finanční výsledek hospodaření je totožný s nákladovými úroky. Společnost neplánuje držet žádný dlouhodobý finanční majetek, který by generoval finanční výnosy, a proto finanční výsledek hospodaření bude nadále totožný s položkou nákladové úroky.

Výsledek hospodaření po zdanění bude nejvyšší v roce 2018, kdy dojde k prodeji vyprodukovaných zásob z minulého roku. V období 2019 až 2022 bude mít výsledek hospodaření mírně rostoucí charakter. Přičemž na konci první fáze bude výsledek hospodaření po zdanění činit 4,8 mil. Kč. Společnost může optimalizovat daňovou povinnost až do roku 2020, kdy podle zákona o dani z příjmu si lze ze základu daně odečíst hodnotu vygenerované ztráty po dobu pěti let.

Čistý obrat za účetní období v první fázi kontinuálně roste. Růst tržeb Společnosti vychází z prognózy tržeb relevantního trhu, sama Společnost bude realizovat rozšiřovací investice, což svědčí v reálnost růstu čistého obratu za účetní období.

9.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Tab. 32 Plánovaný výkaz peněžních toků

Cash flow	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Stav peněžních prostředků	245	977	1 284	2 924	3 545	2 402	2 488
Účetní zisk nebo ztráta před zdaněním	5 483	99	5 274	4 698	4 933	6 374	5 969
Úpravy o nepeněžní operace	18 842	33 116	29 070	25 737	26 868	26 821	27 073
Odpisy stálých aktiv	14 623	15 180	16 580	16 794	17 569	17 569	17 869
Změna stavu opravných položek	-3 152	0	0	0	0	0	0
Zisk/ztráta z prodeje stálých aktiv	-2 499	0	0	0	0	0	0
Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	8 285	7 520	8 990	8 943	9 299	9 252	9 205
Úpravy o nepeněžní operace	1 595	10 416	3 500	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti*	24 325	33 215	34 344	30 435	31 801	33 195	33 042
Změna potřeby pracovního kapitálu	-19 874	10 334	-1 122	-1 576	-1 576	-2 787	-2 710
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	12 679	780	-4 467	-1 576	-1 576	-2 787	-2 710
Změna stavu kr. závazků z provozní činnosti	-35 194	20 286	-4 015	1 419	1 419	1 419	1 419
Změna stavu zásob	2 641	-10 732	7 360	-1 419	-1 419	-1 419	-1 419
Čistý peněžní tok před zd. a mimoř. operacemi	4 451	43 549	33 222	28 859	30 225	30 407	30 332
Vyplacené úroky	-7 514	-9 289	-8 990	-8 943	-9 299	-9 252	-9 205
Přijaté úroky	199	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-2 864	34 260	24 232	19 916	20 925	21 155	21 127
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-28 704	-13 387	-24 097	-18 294	-29 069	-20 069	-20 869
Příjmy z prodeje stálých aktiv	8 123	0	0	0	0	0	0
Zápůjčky a úvěry spřízněným osobám	0	1 334	3 505	0	8 000	0	0
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-20 581	-12 053	-20 592	-18 294	-21 069	-20 069	-20 869
Změna stavu kr. a dl. závazků	24 236	-21 900	-2 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Dopady změn vlatního kapitálu na CF	-59	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok vztahující s k finanční činnosti	24 177	-21 900	-2 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků	732	307	1 640	621	-1 143	87	-741
Stav peněžních prostředků na konci období	977	1 284	2 924	3 545	2 402	2 488	1 747

*před zdaněním, změnami provozní kapitálu, mimořádnými operacemi

Účetní zisk nebo ztráta před zdaněním se bude v první fázi pohybovat v rozmezí 4,7 až 6,4 mil. Kč. Růst zisku bude podpořen rozšiřovacími investicemi do zemědělské a strojní techniky.

Úpravy o nepeněžní operace mají v letech 2018 až 2022 mírně rostoucí trend. Jsou tvořeny převážně součtem odpisů a nákladových úroků. **Růst odpisů** byl zdůvodněn v kapitole investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Jde především o nákup zemědělské techniky a linky na zpracování rostlinné produkce. Nákladové úroky jsou blíže popsány v kapitole 8.5 financování.

Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním se v každém roce pohybuje na úrovni 30 mil. Kč.

Změna potřeby pracovního kapitálu je kladná, tzn. generuje pozitivní cash flow, pouze v roce 2018. V tomto roce dojde k odprodeji části zásob, které Společnost neprodala v roce 2017. Společnost mimo běžnou produkci prodá zásoby v účetní hodnotě cca 9 mil. Kč. Tržby Společnosti během období 2018 až 2022 porostou, což mimo jiné znamená, že dojde k navýšení finančních prostředků vázaných v pracovním kapitálu.

Vyplacené úroky vycházejí z kapitoly 8.5 financování. Společnost postupně splácí dlouhodobý bankovní úvěr, nicméně rozšiřovací investice do zemědělské techniky a linky na posklizňovou úpravu plodin bude financovat zápůjčkou od mateřské společnosti.

Čistý peněžní tok z provozní činnosti je nejvyšší v prvním roce. Jak bylo zmíněno v odstavci o změně pracovního kapitálu, Společnost v roce 2018 prodá část zásob z minulé produkce. Čistý peněžní tok z provozní činnosti se bude v první fázi pohybovat v rozmezí 15,4 až 26 mil. Kč.

Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv se v roce 2018 pohybují na úrovni cca 24 mil. Kč. V tomto roce Společnost investuje 7,5 mil. Kč do nákladního automobilu značky Tatra, díky kterému bude schopna nabídnout jiným zemědělcům dělenou dopravu. Bližší informace o této službě jsou uvedeny v kapitole 4.5. Společnost bude realizovat i další rozšiřovací investice, například v roce 2020 dojde k nákupu linky na zpracování zemědělských plodin. Jedná se o další aktivitu, jež bude mít pozitivní dopad do tržeb Společnosti.

Zápůjčky a úvěry spřízněným osobám umožní realizovat rozšiřovací investice, přičemž prostředky poskytne mateřská společnost UNICAPITAL, a.s.

Změna stavu krátkodobých a dlouhodobých závazků. Společnost bude splácet zejména dlouhodobý bankovní úvěr, a proto i čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti bude snižovat cash flow ve Společnosti.

Společnost na konci období udržuje minimální **stav peněžních prostředků**, historicky jí to nečinilo problémy s likviditou, a proto je i ve finančním plánu odhadnuta ke konci kalendářního roku relativně nízká úroveň peněz.

9.4 Analýza finančního plánu a jeho vyhodnocení

Tab. 33 Analýza finančního plánu

	2016	2018	2019	2020	2021	2022
RENTABILITA						
ROE	11,01%	12,0%	9,7%	9,2%	8,8%	7,6%
ROA	1,55%	1,8%	1,6%	1,6%	1,7%	1,5%
EBIT marže	16,40%	14,4%	14,0%	14,2%	15,2%	14,3%
DLOUH.FIN.STABILITA						
Kvóta vlastního kapitálu	14,05%	15%	17%	18%	19%	20%
Celková zadluženost	85,49%	84%	83%	82%	81%	79%
Krytí DM VK	4,10	4,08	3,71	3,59	3,31	3,11
Úrokové krytí	1,78	1,59	1,53	1,53	1,69	1,65
LIVKIDITA						
BL 3.stupně	1,14	0,90	0,91	0,92	0,93	0,94
PL 2.stupně	0,69	0,48	0,50	0,49	0,50	0,50
Pracovní kapitál	90 961	56 361	58 559	58 992	60 655	61 490
AKTIVITA						
Obchodní přebytek	127	127	127	127	127	127
Obrat.cykklus peněz	180	53	53	53	53	53
Doba obratu pohledávek (dny)	277	277	277	277	277	277
Doba obratu závazků (dny)	404	404	404	404	404	404
Doba obratu zásob (dny)	180	180	180	180	180	180

ROE, rentabilita vlastního kapitálu, se v roce 2018 bude pohybovat na úrovni 12 %. Tato veličina bude do roku 2022 postupně klesat, přičemž v posledním roce dosáhne úrovně 7,6 %. Klesající rentabilita z vlastního kapitálu je zapříčiněna rostoucím vlastním kapitálem. To znamená, že podobná hodnota výsledku hospodaření se bude vázat stále k většímu vlastnímu kapitálu. Popsanou skutečnost ilustruje ukazatel dlouhodobé finanční stability, kde je vidět, že kvóta vlastního kapitálu v první fázi roste.

ROA, rentabilita aktiv, se podle finančního plánu bude pohybovat stabilně v rozmezí 1,5 až 1,8 %.

EBIT marže v roce 2018 oproti roku 2016 poklesne o dva procentní body. Nicméně EBIT marže bude dále dosahovat stabilních hodnot v rozmezí 14 až 15,2 %. Společnost plánuje diverzifikovat své příjmy a zároveň poskytovat přidružené služby k zemědělství, například dělenou dopravu a služby související s úpravou zemědělských plodin.

Kvóta vlastního kapitálu se bude v první fázi postupně zvyšovat z 14 % v roce 2016 na 20 % v roce 2022.

Celková zadluženost se sníží z 85,5 % v roce 2016 na 79 % v posledním roce první fáze. I zde je stejná příčina, a sice kladné výsledky hospodaření, díky kterým dojde k relativnímu snížení zadlužení.

Celková zadluženost bude v první fázi mírně klesat, a to i přestože Společnost bude čerpat zápůjčku na financování investic. **Krytí dlouhodobého majetku pomocí vlastního**

kapitálu se bude postupně snižovat, a to z hodnoty 4,1 v roce 2016 na 3,1 v roce 2022. Tento pokles je zapříčiněn tím, že Společnost bude v první fázi realizovat rozšiřovací investice do zemědělské a strojní techniky. MORAVAN, a.s. mimo to plánuje investovat i do zemědělské půdy.

Úrokové krytí značí schopnost Společnosti splácet z provozního výsledku hospodaření úrokové náklady. Z provozního zisku se bude generovat příjem, který by stačil na pokrytí 1,78 násobku nákladových úroků. V posledním roce se tento ukazatel sníží na hodnotu 1,65.

Pracovní kapitál v první fázi poklesne, což je v souladu se strategií Společnosti. Ta bude rozvíjet dodatečné služby pro třetí subjekty, přičemž zmíněné aktivity by neměly klást zvýšené nároky na pracovní kapitál.

Likvidita prvního a druhého stupně se bude v období 2018 až 2022 pohybovat na mírně nižší úrovni, než tomu bylo v roce 2016.

Obchodní přebytek je rozdíl mezi dobou obratu pohledávek a závazků. Společnost bude udržovat obchodní přebytek na stejné úrovni jako v roce 2016.

Finanční plán byl sestaven na pětileté období, tedy od 2018 do 2022. Poskytuje ekonomický obraz hospodaření Společnosti a podle autora je finanční plán reálný.

10 Ocenění Společnosti

Pro účely ocenění Společnosti byly vybrány 2 metody ocenění. Přičemž výsledek obou metod spočívá v určení tržní hodnoty Společnosti. Tržní hodnota je podle International Valuation Standards (2017) definována jako odhadnutá hodnota či interval, při kterém je kupující ochoten koupit a prodávající ochoten prodat, a to při dostatku informací, přiměřeném marketingu a zároveň oba subjekty jednají informovaně a bez nátlaku.

Tržní hodnota základního kapitálu společnosti MORAVAN, a.s. bude vypočtena pomocí dvou odlišných postupů, což snižuje riziko chybného ocenění. Jako první je v práci uvedena metoda diskontovaných peněžních toků. Jako druhá byla zvolena metoda odvětvových násobků.

Ocenění je datováno k 1.1.2018, a proto i vstupní parametry budou předcházet tomuto datu, přičemž autor práce se snaží co v největší míře čerpat z tehdy aktuálních dat a to tak, aby co nejlépe vystihl tržní situaci, potažmo naplnil předpoklady pro tržní ocenění.

10.1 Ocenění metodou DCF entity

Metoda diskontovaných peněžních toků představuje způsob, jakým je možné vyjádřit hodnotu společnosti při zohlednění časové hodnoty peněz a rizika. Tato metoda pracuje s volnými peněžními toky společnosti, které diskontuje na současnou hodnotu, neboli k datu ocenění. Ve variantě DCF entity je na podnik nahlíženo jako na jeden celek. Po výpočtu tržní hodnoty společnosti jsou odečteny úročené cizí zdroje a přičten neprovozní majetek (Damodaran 2011).

Kumar (2015) dodává, že metoda diskontovaných peněžních toků je komplexní postup při kterém je nutné analyzovat reálné fundamenty dané společnosti. Například tržby, ziskovost, budoucí růst společnosti, její ziskovost a dalších faktory, jež ovlivňují budoucí peněžní toky, potažmo tržní hodnotu společnosti.

Do výpočtu DCF vstupuje nejen faktor času, ale i riziko. Tyto dva atributy jsou vyjádřeny v diskontní míře. Ta je tvořena poměrem nákladů na cizí a vlastní kapitál. Náklady vlastního kapitálu v sobě zahrnují určité riziko a požadovanou výnosnost investora. Výpočet tržní hodnoty podniku pomocí metody DCF entity je znázorněn v níže uvedeném vzorci (Mařík 2011).

$$\text{Hodnota} = \frac{\text{FCFF}_1}{(1+i)^1} + \frac{\text{FCFF}_2}{(1+i)^2} + \frac{\text{FCFF}_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{\text{FCFF}_n}{(1+i)^n}$$

kde:

Hodnota	tržní hodnota podniku brutto
FCFF _t	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce n
i	vážené průměrné náklady kapitálu (diskontní míra)

10.1.1 Náklady vlastního kapitálu

Bezriziková požadovaná míra výnosnosti je pro účely ocenění odvozena z amerických dluhopisů se splatností 30 let, přičemž dle stránek amerického ministerstva financí je výnos do splatnosti u tohoto konkrétního titulu 2,74 % p. a. Tento výnos je datován k 29. 12. 2017 (U.S Department of Treasury).

Zadlužená Beta reflektuje nejen konkrétní zadlužení oceňované Společnosti, ale i beta faktor z tržního prostředí. Ten je čerpán ze stránek profesora Damodarana, konkrétně se jedná o nezadlužený koeficient beta z agrárního prostředí. V tomto případě koeficient beta značí citlivost Společnosti oproti tržnímu vývoji evropských agrárních podniků. Jinými slovy, pokud je zadlužená beta větší než 1, tak oceňovaná Společnost reaguje na ekonomický vývoj citlivěji než tržní odvětví.

Riziková prémie kapitálového trhu je čerpána ze zahraničí, konkrétně se jedná o americký trh. A to zejména kvůli tomu, že kapitálový trh v České republice není dostatečně rozvinutý. Riziková prémie z ciziny poskytuje dostatečně robustní data pro ocenění. Autor práce z výše zmíněných důvodů zvolil rizikovou premii z amerického kapitálového trhu. Jedná se o historickou časovou řadu, jež vykresluje požadavky amerických investorů na výnosnost vlastního kapitálu. V ocenění je kalkulováno s dlouhodobou časovou řadou, jež začíná 1964 a končí 2017. Konkrétně se jedná o aritmetický průměr. (Damodaran)

Riziková prémie země je stanovena na základě různorodých faktorů. Pro ilustraci lze uvést například stav veřejných financí, právní a politické prostředí nebo ekonomické výhledy dané země. Tato prémie je platná pro rok 2017 a byla převzata od Damodarana.

Prémie za neobchodovatelnost je stanovena jako přírážka za to, že Společnost není veřejně obchodována na trzích.

Ostatní rizikové přírážky do výpočtu nebyly kalkulovány. Znalci na tyto přírážky mívají rozdílné názory a dle autora je míra ostatních rizikových přírážek poměrně subjektivní.

Tab. 34 Náklady vlastního kapitálu

	2018	2019	2020	2021	2022	2. Fáze
Bezriziková požadovaná míra výnos.	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%
Zadlužená beta	1,47	1,35	1,29	1,20	1,13	1,13
Riziková prémie kapitálového trhu	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%
Riziková prémie země	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Prémie za neobchodovatelnost	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Náklady VK	12,19%	11,61%	11,31%	10,85%	10,49%	10,49%

Zdroj: Damodaran

metodika:

$$N_{VK} = S_W + \beta * RP_{US} + RPZ + dp$$

kde:

N_{VK}	náklady vlastního kapitálu
S_W	americké dluhopisy se splatností 30 let
β	odvětvová beta nezadlužených podniků v USA
RP_{US}	riziková prémie trhu USA
RP_Z	riziková prémie země
dp	další prémie

10.1.2 Vážené náklady kapitálu

Vážené náklady se skládají z poměru vlastního a cizího kapitálu. V tabulce č. 35 je u cizího kapitálu počítáno s daňovým štítem. Ten lze u cizích zdrojů uplatnit, pokud cizí kapitál slouží pro udržení anebo navýšení tržeb společnosti, a to podle platného zákona o dani z příjmu.

Vážené náklady kapitálu by se měly dlouhodobě pohybovat pod rentabilitou investovaného kapitálu, v opačném případě by náklady na podnikatelskou činnost byly větší než generovaný zisk. Společnost v první i druhé fázi generuje vyšší rentabilitu investovaného kapitálu v poměru k váženým nákladům kapitálu.

Tab. 35 Vážené náklady kapitálu

WACC	2018	2019	2020	2021	2022	2. Fáze
Celkový kapitál (K)	230 560	234 258	246 191	250 354	254 189	254 189
Cizí kapitál (CK)	186 675	185 675	192 675	191 675	190 675	190 675
Vlastní kapitál (VK)	43 885	48 583	53 516	58 679	63 514	63 514
Podíl CK/K	54,65%	53,47%	54,26%	51,81%	50,59%	50,59%
Podíl VK/K	45,3%	46,5%	45,7%	48,2%	49,4%	49,4%
Náklady CK po dani	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Náklady VK (zadluž.)	12,2%	11,6%	11,3%	10,9%	10,5%	10,5%
i_K (WACC)	7,7%	7,5%	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%

metodika:

$$WACC = N_{CK} * \frac{CK}{K} + N_{VK(Z)} * \frac{VK}{K}$$

kde:

N_{CK}	náklady cizího kapitálu po dani
CK	úročený cizí kapitál
$N_{VK(Z)}$	náklady vlastního kapitálu zadluženého podniku
VK	vlastní kapitál
K	celkový kapitál

10.1.3 Volné peněžní prostředky do firmy

Anglickým názvem free cash flow to firm jsou prostředky, které je možné odebrat z podniku, aniž by byl narušen jeho dlouhodobý provoz. Východiskem je produkce peněz v podniku - tedy provozní peněžní tok. Dále se musí zohlednit netto investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku (Mařík 2011).

Tab. 36 Volné peněžní prostředky do firmy

(v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
KPVH po dani	22 137	21 806	22 912	24 041	23 918
Investice do pracovního kapitálu netto	-9 342	2 198	433	1 663	835
Investice do dlouhodobého majetku netto	11 017	1 500	11 500	2 500	3 000
FCFF	20 462	18 108	10 979	19 878	20 083

metodika:

$$\text{FCFF} = \text{KPVH po dani} - \text{investice do PK netto} - \text{investice do DM netto}$$

kde:

FCFF	free cash flow to firm
KPVH	korigovaný zisk po dani
PK	pracovní kapitál
DM	dlouhodobý majetek

10.1.4 Zadlužený koeficient beta

Zadlužený koeficient beta reflektuje nejen konkrétní zadlužení oceňované Společnosti, ale i beta faktor z tržního prostředí. Ten je čerpán ze stránek profesora Damodarana, konkrétně se jedná o nezadlužený koeficient beta z agrárního prostředí. V tomto případě koeficient beta značí citlivost Společnosti oproti tržnímu vývoji evropských agrárních podniků. Jinými slovy, pokud je zadlužená beta větší než 1, tak oceňovaná Společnost reaguje na ekonomický vývoj citlivěji než tržní odvětví.

Tab. 37 Zadlužený koeficient beta

	2018	2019	2020	2021	2022	2. Fáze
Cizí kapitál (úročený)	186 675	185 675	192 675	191 675	190 675	190 675
Vlastní kapitál	43 885	48 583	53 516	58 679	63 514	63 514
CK/VK	4,25	3,82	3,60	3,27	3,00	3,00
β nezadlužené Společnosti	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
β zadlužené Společnosti	1,47	1,35	1,29	1,20	1,13	1,13

Zdroj: Damodaran

metodika:

$$\beta_Z = \beta_N * \left(1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK}\right)$$

kde:

β_Z beta zadluženého podniku

β_N beta nezadluženého podniku

10.1.5 Pokračující hodnota

Pokračující hodnota je stěžejní část metody diskontovaných peněžních. Tato veličina představuje součet všech diskontovaných peněžních toků, a to od konce 1. fáze až po nekonečné trvání Společnosti. Právě velikost pokračující hodnoty hraje v ocenění důležitou roli, protože její hodnota bývá často výrazně větší, než čistá současná hodnota první fáze. Pokračující hodnota byla vypočtena pomocí parametrického vzorce, viz metodika.

Tab. 38 Pokračující hodnota druhé fáze

	2. fáze
Tržby (tis. Kč)	108 014
Růst-g	2,00%
Zisková marže po dani	22,80%
KPVH _{T+1} (tis. Kč)	24 629
Rentabilita	9,4%
Wacc	7,15%
Pokračující hodnota	383 761

metodika:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{(WACC - g)} = \frac{T_T * (1 + g) * ZM * \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{(WACC - g)}$$

kde:

PH pokračující hodnota

KPVH_{T+1} korigovaný provozní zisk ve druhé fázi

g růst

r_i rentabilita investovaného kapitálu

T_t tržby v posledním roce první fáze

ZM zisková marže po dani ve druhé fázi

WACC vážené průměrné náklady kapitálu

10.1.6 Popis výpočtu pomocí metody DCF entity

Metoda diskontovaného cash flow ve variantě entity. Tržní hodnota brutto vychází z diskontovaných peněžních toků v první fázi a parametrického vzorce, který vyjadřuje pokračující hodnotu Společnosti.

Výsledná tržní hodnota netto je vypočtena jako rozdíl mezi hodnotou brutto a úročeného cizího kapitálu. Hodnota vlastního kapitálu by měla být navýšena o tržní hodnotu neprovozních aktiv, avšak Společnost k datu ocenění nedisponuje žádnými neprovozními aktivy.

Po vypočtení tržní hodnoty netto, neboli tržní hodnoty vlastního kapitálu, je dle Maříka (2011 b) vhodné zkontrolovat výchozí a výslednou kapitálovou strukturu. V této fázi nebyla splněna podmínka, a proto je nutné provést iteraci. Jedná se o proces, při kterém dochází k postupnému sladování kapitálové struktury, přičemž výsledný poměr cizího k celkovému kapitálu musí být na začátku i na konci výpočtu stejný.

Tab. 39 DFC ocenění

Ocenění s iterací	2018
FCFF (tis. Kč)	20 462
WACC	7,65%
Hodnota brutto (tis. Kč)	341 554
Cizí kapitál úročený (tis. Kč)	186 675
Hodnota netto (tis. Kč)	154 879
Výsledný podíl CK/K	54,65%

Tržní ocenění společnosti MORAVAN, a.s. k 1.1.2018 vychází na **154 879 tis. Kč**.

Tabulka č. 39 mimo jiné obsahuje řádek hodnota netto. Ta vyjadřuje tržní hodnotu vlastního kapitálu Společnosti. Výsledná hodnota netto byla iterována, to znamená, že autor práce provedl sladění kapitálové struktury tak, aby výchozí poměr cizího k celkovému kapitálu se rovnal výslednému poměru. Pro větší přehlednost nebyly do práce zařazeny mezivýpočty bez iterace.

10.2 Scénáře hodnoty netto

Hodnota společností je určena diskontovaným peněžním tokem první a druhé fáze. Absolutní výše druhé fáze je v praxi obvykle větší než hodnota první fáze. Z tohoto důvodu se autor rozhodl zařadit simulaci korigovaného výsledku hospodaření ve 2. fázi a vážených nákladů Společnosti. Tabulka č. 40 obsahuje dvě osy, přičemž jednotlivé buňky zobrazují k 1.1.2018 rozdílné hodnoty netto společnosti MORAVAN, a.s.

Tab. 40 Hodnota netto Společnosti-scénáře

(v tis. Kč)		WACC							
KPVH ve 2. fázi (tis. Kč)	154 879	5,65%	6,15%	6,65%	7,15%	7,65%	8,15%	8,65%	9,15%
	26 629	173 462	171 765	170 085	168 420	166 771	165 137	163 518	161 914
	26 129	170 436	168 754	167 087	165 437	163 801	162 181	160 576	158 985
	25 629	167 408	165 740	164 088	162 451	160 830	159 223	157 631	156 054
	25 129	164 378	162 724	161 086	159 464	157 856	156 263	154 685	153 121
	24 629	161 346	159 707	158 083	156 474	154 880	153 301	151 737	150 187
	24 129	158 311	156 686	155 077	153 482	151 902	150 337	148 786	147 249
	23 629	155 275	153 664	152 068	150 488	148 922	147 370	145 833	144 310
	23 129	152 235	150 639	149 058	147 491	145 939	144 401	142 878	141 368
	22 629	149 194	147 612	146 045	144 492	142 954	141 430	139 920	138 424

Výše uvedená tabulka zobrazuje různé scénáře a jejich dopady do tržní hodnoty vlastního kapitálu Společnosti. Jako výchozí hodnota je uvažována černě zvýrazněná buňka, kdy parametry KPVH a WACC jsou totožné jako při metodě diskontovaných peněžních toků.

Scénáře netto hodnoty mohou posloužit pro další zhodnocení investiční příležitosti. Ve dvou rozměrné tabulce jsou zobrazeny scénáře a jejich dopad do hodnoty netto.

10.3 Tržní ocenění s využitím metody odvětvových násobků

Metodu odvětvových násobků řadíme spolu s dalšími přístupy do tržních ocenění. Základní charakteristický znak této metody spočívá v tom, že násobitele vyjadřují průměrné hodnoty z daného odvětví. Násobitele z konkrétního odvětví můžeme vztahovat například k tržbám oceňovaného podniku, anebo k výsledku hospodaření před odpisy, úroky a zdanění (EBITDA).

Pro korektní ocenění pomocí odvětvových násobků je třeba splnit několik předpokladů. Je vhodné pracovat s dostatečně velkou základnou podniků, ze kterých se stanovuje hodnota násobitele, zvážit regionální rozdíly mezi oceňovaným podnikem a průměrem z daného odvětví a také srovnávat stejná odvětví. Nicméně, i když dodržíme požadavky a předpoklady vyžadované metodou odvětvových násobků, mohou u této metody nastat některé problémy. Konkrétně u zemědělství největší problém spočívá v tom, že každý stát v EU podporuje své farmáře rozdílně. Tzn. že zemědělství například v Polsku se podle výkonnosti může jevit jako ziskovější než zemědělství na Slovensku.

Metody tržního porovnání jsou celosvětově velmi rozšířené a na první pohled se může zdát, že jsou v porovnání s metodou DCF technicky a časově méně náročné. Problém lze demonstrovat na příkladu v praxi oblíbeným násobitelem price/Earnings ratio. Hodnota podniku je často vypočtena pouze jako jednoduchý násobek ročních zisků. Tento pohled nereflexuje vazbu P/E na finanční charakteristiku podniku.

Zatímco metoda DCF klade důraz na prognózu budoucích příjmů, odhad jejich rozdělení a kvantifikování rizika. Pokud použijeme tržní porovnání, tyto povinnosti odpadají, a proto se tento přístup zdá být jednodušší. Popsaná výhoda je však pouze zdánlivá, protože P/E je nakonec určován stejnými parametry jako ocenění založené na metodě DCF (Mařík 2011).

Tab. 41 Metoda odvětvových multiplikátorů

Vztahová veličina	na akcii v Kč
Výsledek hospodaření	18
Účetní hodnota	388
Tržby	998
EBITDA	308
EBIT	151
Úročený cizí zdroj	2 042
Informace o Společnosti	
Počet akcií (ks)	100 000
Nominální hodnota (Kč)	1 000
Základní kapitál (Kč)	100 000 000

Zdroj: Výroční zpráva společnosti MORAVAN, a.s.

metodika:

E = VH bez vlivu prodaného DM na akcii

BV = book value - účetní hodnota VK na akcii

S = tržby na akcii

EDITBA = VH před úroky, odpisy a daní bez vlivu prodeje DM na akcii

EBIT = VH před úroky a daní bez vlivu prodeje DM na akcii

Vztahové veličiny Společnosti byly vypočteny z roku 2016, protože výsledky za rok 2017 jsou pro Společnost trochu zkreslené.

Tab. 42 Násobky z trhu

Multiplikátor	Hodnota
Enterprise Value/Tržby	1,32
Tržní cena akcie/Tržby	0,64
Cena akcie/Roční zisk na akcii	82,32
Tržní cena akcie/Účetní hodnota Společnosti	1,91
Enterprise Value/EBITDA	13,72
Enterprise Value/EBIT	27,21

Zdroj: archiv profesora Damodarana

Tab. 43 Výsledná hodnota netto společnosti MORAVAN, a.s.

	EQUITY			ENTITY		
	P/S	P/E	P/BV	EV/EDITBA	EV/EBIT	EV/S
Hodnota akcie z multiplikátorů	0,638	1,463	0,742	2,188	2,075	-0,725
Hodnota akcie upravená diskontem za omezenou obchodovatelnost	0,575	1,317	0,668	1,969	1,868	-0,653
Hodnota netto (v tis. Kč)	57 459	131 654	66 773	196 948	186 765	-65 292
Průměr (v tis. Kč)	95 718					
Medián (v tis. Kč)	99 214					

Metoda odvětvových násobků je relativně rychlý a snadný způsob jak vytvořit první či indikativní ocenění. Pro výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu autor použil výnosové i majetkové ukazatele. To znamená že výsledná hodnota Společnosti je určena na základě násobku, který je vztažen buď k výnosům anebo k majetku. Vypočtené hodnoty lze vidět v tabulce číslo 43.

Tržní hodnota vlastního kapitálu je dle metody odvětvových násobků **99 214 tis. Kč**. Z vypočtených hodnot byl vybrán medián, protože oproti průměru není ovlivněn extrémními hodnotami.

Odvětvové násobky jsou převzaty od Damodarana z evropského trhu. Nicméně i zemědělství v Evropě je velmi různorodé. Zásadní roli hrají dotace, které křiví trh, a tudíž i ocenění podle odvětvových násobků. Dalším zkreslením může být rozdílné účtování na-

příč Evropou. Například Společnost účtuje dle české legislativy některé výnosy do aktivace a změny stavu zásob vlastní činnosti a tyto položky nejsou zohledněny ve vypočteném násobku.

10.4 Závěrečné zhodnocení

Pro účely ocenění Společnosti byly vybrány 2 metody ocenění. Tržní hodnota základního kapitálu společnosti MORAVAN, a.s. byla k 1.1.2018 vypočtena pomocí dvou odlišných postupů. Jako první je v práci uvedena metoda diskontovaných peněžních toků. Jako druhá byla zvolena metoda odvětvových násobků. Mimo to je v kapitole 10.2 zobrazena senzitivita tržní hodnoty Společnosti na různém vývoji vážených průměrných nákladů a korigovaného zisku.

Vzhledem k tomu, že metoda diskontovaných peněžních toků vychází z komplexního finančního plánu, který je tvořen podrobnou analýzou nejen podnikových veličin, ale i dalších faktorů co ovlivňují Společnost, autor práce přikládá větší váhu právě metodě DCF entity.

Autor práce rozhodl stanovit tržní hodnotu společnosti MORAVAN,a.s. pomocí intervalu. Tudíž výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu Společnosti se k 1.1.2018 pohybuje v rozmezí **130 000 000 až 154 879 000 Kč**.

11 Závěr

Hlavním cílem této práce byla analýza investiční příležitosti, která spočívá v nákupu 100% podílu na základním kapitálu společnosti MORAVAN, a.s. Hlavní obchodní činnost této společnosti je rostlinná produkce. Zabývá se pěstováním pšenice, kukuřice a cukrové řepy a jiných plodin. Další činností společnosti je smluvní odchov zvířat a poskytování služeb přidružených k zemědělství. Cíle této práce bylo dosaženo – analýza byla vypracována prostřednictvím kroků zmíněných níže.

V první části této práce bylo pojednáno o makroekonomických faktorech v České republice, které mají vliv na fungování všech společností na našem území. Druhá část této práce se soustředila na specifika zemědělského odvětví, ve kterém působí analyzovaná Společnost. Zemědělství je sektor, ve kterém má velký vliv počasí, úroda, výkupní cena zemědělských komodit a státní, případně unijní dotace. Ve třetí části práce byla popsána samotná analýza společnosti.

Jako první krok v rámci analýzy investiční příležitosti byla provedena strategická analýza, která poskytla podklady pro odhad budoucích tržeb Společnosti. Při porovnání Společnosti s dalšími podniky v daném odvětví se ukázalo, že analyzované faktory spadají do pásma průměrných hodnot.

Jako další krok následovala finanční analýza společnosti. Náhled do finančních výkazů společnosti ukázal ztrátové aktivity, které Společnost v minulosti provozovala, nicméně tyto aktivity byly ukončeny s pozitivním vlivem na hospodaření Společnosti. Rostlinná produkce a přidružené aktivity k zemědělství aktuálně generují dostatečné příjmy, které umožňují stabilní fungování firmy. Výsledek finanční analýzy potvrzuje, že Společnost má potenciál se dlouhodobě udržet na trhu.

Skrze generátory hodnoty byly podrobně prozkoumány základní podnikové veličiny, jež tvoří hodnotu Společnosti. Na základě prognózy růstu relevantního trhu je odhadován růst tržeb Společnosti. Zisková marže bude v budoucnu pravděpodobně podobná jako v historii. Investice do pracovního kapitálu bude mírně růst v závislosti na tržbách Společnosti.

Další kapitolou této práce je finanční plán, který poskytuje komplexní pohled na finanční situaci Společnosti od roku 2018 do 2022. Společnost v těchto letech bude realizovat rozšiřovací investice, díky nimž dojde k diverzifikaci příjmů a pravděpodobně také ke zvýšení tržeb.

S ohledem na výsledky výše zmíněných kroků bylo pro účely analýzy investiční příležitosti vypracováno ocenění Společnosti. Ocenění bylo provedeno pomocí dvou metod, a to diskontovaných peněžních toků a odvětvových násobků. Výsledek tohoto ocenění indikuje tržní hodnotu Společnosti MORAVAN, a.s. Netto hodnota Společnosti byla k 1.1. 2018 stanovena intervalem od **130 000 000 do 154 879 000 Kč**.

Přínos této práce spočívá nejen v analýze historie společnosti MORAVAN, a.s., ale také v analýze faktorů, jež budou ovlivňovat její budoucnost. I přestože analýza zemědělské Společnosti má jistá specifika, obecný postup analýzy investiční příležitosti lze uplatit i na jiných situacích. Díky této práci si autor upevnil nabyté znalosti z vedlejší specializace oceňování podniku a jeho majetku s praxí.

12 Literatura

- Damodaran, Aswath. *Applied corporate finance*. 3rd ed. Hoboken, NJ: John Wiley, c2011. ISBN 9780470384640.
- Hálek, Vítězslav. *Oceňování majetku v praxi*. Bratislava: DonauMedia, 2009. ISBN 9788089364077.
- International valuation standards council 2017. London: International Valuation Standards. ISBN: 978-0-9931513-0-9
- Mařík, Miloš. *Metody oceňování podniku : proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- Mařík, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011b. ISBN 978-80-86929-80-4.
- Rejnuš, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.
- Růčková, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.
- Synek, Miloslav and Kislingerová, Eva, 2010, *Podniková ekonomika*. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-336-3.
- The use of technical and fundamental analysis in the stock market in emerging and developed economies. Bingley, England: Emerald, 2015. ISBN 9781785604041.

Internetové databáze

- Amadeus. Bureau van dijk [online databáze] 2017 [cit. 2018-11-1]. Dostupné z <http://amadeus.bvdinfo.com>
- Ares. Ministerstvo financí [online databáze]. Praha, 2017 [cit. 2018-06-12]. Dostupné z: https://www.info.mfcr.cz/ares/ares_es.html.cz
- Damodaran [online databáze]. 2017: Damodaran, 2017 [cit. 2018-11-11]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA [online databáze]. [cit. 2018-12-18]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/benchmarkingovy-diagnosticky-system-financnich-indikatoru-infa--30195/>

Elektronické zdroje

- Beneš, P., *Je výhodná dělená doprava při aplikaci tekutých statkových hnojiv* [online]. 2015 [cit. 2018-12-1]. Dostupné z: <https://mechanizaceweb.cz/je-vyhodna-delena-doprava-pri-aplikaci-tekutych-statkovych-hnojiv/>
- Český statistický úřad. *Česká republika v číslech 2017*. [online] 2017. Dostupné z <https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-v-cislech-2017>

- Český statistický úřad. Indexy cen zemědělských výrobců za rok 2017. [online]. 2018 [cit. 2018-02-25]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/indexy-cen-zemedelskych-vyrobcu-rok-2017>
- Daily Treasury Yield Curve Rates. U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY [online]. U.S treasury, 2017 [cit. 2018-09-15]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2017>
- European Economic Forecast Winter 2017 [online]. Luxembourg: European Commission's Directorate-Genera, 2017 [cit. 2018-07-02]. ISSN 2443-8014. Dostupné z: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/ip048_en_4.pdf
- Ministerstvo Zemědělství. *Zemědělství 2016*. [online]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/ministerstvo-zemedelstvi/vyrocní-a-hodnoticí-zpravy/publikace-zemedelstvi/zemedelstvi-2016.html>
- Ministerstvo zemědělství [online]. [cit. 2018-12-1]. <https://www.businessinfo.cz/cs/clanky/ministerstvo-zemedelstvi-stanovilo-vysinekterych-sazeb-primych-plateb-pro-rok-2017-96495.html>
- Pozemkové úpravy. Frank Bold [online]. Praha: Frank Bold company, 2018, 1.1.2018 [cit. 2018-06-01]. Dostupné z: <https://frankbold.org/poradna/kategorie/ostatni/rada/pozemkove-upravy>
- Rostlinná výroba. Eagri [online]. Praha: Ministerstvo zemědělství, 2017 [cit. 2018-06-15]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/zemedelstvi/roslinna-vyroba/>
- Situační a výhledová zpráva půda [online]. 2015 [cit. 2018-05-09]. Dostupné z: http://eagri.cz/public/web/file/442693/SVZ_Puda_2015.pdf
- Zpráva o trhu s půdou [online]. 2017 [cit. 2018-07-09]. Dostupné z: <http://www.farmy.cz/dokumenty/ZPRAVA-o-trhu-s-pudou-FARMYCZ-leden-2017.pdf>

Ostatní zdroje

Výroční zprávy společnosti MORAVAN, a.s. z období 2013-2017

Přílohy

A Přílohy

Tab. 44 Zisková marže zdola

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Výkonová spotřeba	103 828	76 406	74 923	62 897	59 501
Podíl	87%	75%	83%	69%	67,2%
Osobní náklady	26 116	24 298	22 445	20 317	21 158
Podíl	21,9%	23,8%	24,8%	22,2%	23,9%
Ostatní provozní náklady	17 137	21 058	19 582	25 895	21 052
Podíl	14,3%	20,7%	21,6%	28,3%	23,8%
Ostatní provozní výnosy	34 610	47 439	48 382	45 943	37 800
Podíl	29,0%	46,5%	53,4%	50,3%	42,7%
tržby z prodeje Dl majetku	2 372	11 978	3 289	10 403	10 611
Podíl	2,0%	11,8%	3,6%	11,4%	12,0%
Zůstatková cena Dl. majetku	2 841	5 667	1 104	7 904	10 493
Výnosové úroky	329	2 745	586	199	0
KPVH	6 837	24 047	20 353	25 938	24 479
Zisková marže zdola	5,72%	23,59%	22,48%	28,38%	27,66%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti MORAVAN, a.s.

Tab. 45 Zisková marže shora

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní VH	-6 844	16 805	6 503	15 132	9 417
Tržby z prodeje DM	2 372	11 978	3 289	10 403	10 611
ZC prodaného DM	2 841	5 667	1 104	7 904	10 493
Výnosové úroky	329	2 745	586	199	0
Odpisy DM	13 041	13 357	15 449	13 106	15 180
KPVH před daněmi a odpisy	6 995	26 596	20 353	25 938	24 479
KPVH po dani	5 666	21 543	16 486	21 010	19 828
Zisková marže shora	5,86%	26,09%	22,48%	28,38%	27,66%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti MORAVAN, a.s.

Další použité vzorce:

$ROE = EAT / \text{vlastní kapitál}$

$ROA = EAT / \text{aktiva}$

$EBIT \text{ marže} = EBIT / \text{tržby}$

$\text{Kvóta vlastního kapitálu} = VK / \text{pasiva}$

$\text{Celková zadluženost} = \text{cizí zdroje} / \text{pasiva}$

$\text{Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem} = DM / VK$

$\text{Úrokové krytí} = \text{provzní výsledek hospodaření} / \text{nákladové úroky}$

$\text{Běžná likvidita} = \text{Oběžná aktiva} / \text{Krátkodobé zdroje}$

$\text{Pohotovná likvidita 2. stupně} = (OA - \text{Zásoby}) / \text{Krátkodobé zdroje}$

$\text{Pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$

$\text{Obchodní přebytek} = \text{doba obratu pohledávek} - \text{doba obratu závazků}$